جامعة 8 ماي 1945 -قالمة-
كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية



مطبوعة بيداغوجية في مقياس

أســــــــواق ماليـــــــــة

الدكتور شــرياق رفيـــــق
أستاذ محاضر

السنة الجامعية 2018/2017

فهرس المحتويات

المقدمة:

معلوم أن انتقال القوة الشرائية (التمويل) بين الوحدات الاقتصادية يعد من أهم محركات الحياة الاقتصادية المعاصرة، وتتم هذه العملية عبر ما يسمى بالأسواق المالية، فالمهمة الرئيسية للأسواق المالية تتمثل في تيسير نقل المال والقوة الشرائية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض (المدخرين) إلى الوحدات ذات العجز (المستثمرين)، ومن هنا فإن وجود الأسواق المالية له أثره الإيجابي على عمل وسير حركة النشاط الاقتصادي ككل.

فمن إيجابيات الأسواق المالية أنها توفر فرص الإقراض والإقتراض والمشاركة بالأسهم وبواسطة مختلف الأوراق المالية والتجارية التي تسهل تداولها، مما يؤدي إلى تشجيع المزيد من الإدخار، كما أن المستثمرين الناجحين إذا لم يجدوا مصادر التمويل فإن استثماراتهم ستبقى مجرد أفكار، إذ أن تيسير فرص التمويل ستزيد من فرص الاستثمار أيضا، ومن ناحية أخرى يؤدي غياب التمويل إلى آثار سلبية مدمرة للإقتصاد، ففي ظل غياب الأسواق المالية سوف تتركز الأموال تدريجيا في أيدي الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، وعلى المدى البعيد يؤدي تركز الأموال لدى المكتنزين إلى تدمير الاقتصاد من خلال انخفاض الطلب الفعال، وما لذلك من آثار سلبية على الرفاهية الاقتصادية.

وتعتبر سوق الأوراق المالية –كأحد أهم أقسام السوق المالية- ذات أهمية كبيرة سواء بالنسبة للإقتصاد الوطني أو المستثمرين أو الشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في هذه السوق، وذلك من خلال توفير الأموال للشركات لتكون رأسمالها كمشروعات جديدة، والمساعدة على عمليات النمو والتوسع بالنسبة للشركات القائمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات مالية تتجه إليها مدخرات الأفراد والمؤسسات، وتحفز إدارات الشركات على تحسين أدائها وزيادة معدلات الربح، وتشجيع المشروعات ذات الربحية في الإقتصاد الوطني، وإيجاد فرص عمل جديدة تخفض من نسبة البطالة، ورفع مستويات الدخل والإنتاج، وتخفيض معدلات التضخم، وتسريع عجلة النمو الإقتصادي، كما توفر سوق الأوراق المالية للمستثمرين فرصا استثمارية متعددة ومتنوعة تتناسب مع رغباتهم وأهدافهم الإستثمارية، وتمكنهم من تقليل مخاطر الإستثمار المالي، كما توفر السيولة لاستثماراتهم، إضافة إلى ذلك تعتبر سوق الأوراق المالية أحد متطلبات الإصلاح الإقتصادي.

وأود في البداية أن أشير إلى أن مصطلح "السوق المالية" كثيرا ما يقصد به بورصة (سوق) الأوراق المالية، والأصل أن مصطلح السوق المالية أوسع وأشمل من البورصة، حيث يعني سوق

العمليات المالية مجملا، والتي لا تمثل بورصة الأوراق المالية إلا أحد أقسامه، أما في هذه المطبوعة فمتى ذكرتُ السوق المالية فإني أقصد بها سوق العمليات المالية بمفهومها الواسع، أي كل من سوق النقد وسوق رأس المال بمختلف أقسامهما.

وقد قمت بإعداد هذه المطبوعة حسب المقرر الوزاري لمقياس "أسواق مالية" الخاص بالسنة الثالثة ليسانس تخصص "إقتصاد نقدي وبنكي"، مع بعض الإضافات التي أراها ضرورية من حين لآخر، وتهدف المطبوعة التي بين أيدينا إلى تعريف الطالب بماهية الأسواق المالية بكل أنواعها وأقسامها، والأدوات المالية المتداولة فيها بنوعيها التقليدية والمستحدثة، وكذا أهم المعاملات والمتعاملين في تلك الأسواق، كما تناولت بشئ من التفصيل ما يعرف بفرضية كفاءة الأسواق المالية، وفي الفصل الأخير تطرقت للسوق المالية الإسلامية.

أسأل الله تعالى تمام النَفع من هذه المطبوعة المتواضعة إنه سميع عليم، والحمد لله رب العالمين.

د. شرياق رفيق

الفصل الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

I- مفهوم الأسواق المالية (Financial markets)

لا تختلف الأسواق المالية عن غيرها من أسواق السلع وعوامل الإنتاج من حيث كونها مجال لالتقاء العرض والطلب باتجاه تحديد مستويات التوازن السعري والكمي، فضلا عن تحديد نمط تخصيص الموارد ومستويات الربح والخسارة لأطراف التعامل، غير أن ما يميز الأسواق المالية عن باقي الأسواق هو طبيعة ما يجري التعامل فيه، إذ أنها سوق للتمويل، حيث تتضمن عرض وطلب للأموال، وما يتبع ذلك من طبيعة خاصة لمختلف الأطراف التي لها تأثير في مستويات التوازن.

وتعرف الأسواق المالية بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، كالأسهم والسندات بمختلف أنواعها وأشكالها، وشهادات الإيداع وغيرها، وأسواق العملات الأجنبية (الصرف)وغيرها.

أو هي عبارة عن مجموعة من القنوات التي تنتقل من خلالها الأموال من وحدات الفائض المالي (أفراد، هيئات، مؤسسات وكافة قطاعات المجتمع) إلى مثيلاتها من وحدات العجز المالي، في شكل تيار نقدي أو مالي مستمر.

II- وظائف الأسواق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الوحدات التي تعاني عجز في الأموال على الأموال اللازمة لها من الوحدات التي تتوفر لديها فوائض مالية زائدة عن احتياجاتها الاستثمارية، ويكون ذلك إما بشكل مباشر أو غير مباشر ، أي أن آلية عمل الأسواق المالية هي كما يلي:

❶- التمويل المباشر (Direct finance)

وفق هذا الأسلوب يتم التعامل مباشرة ما بين وحدات الفائض ووحدات العجز ودون وساطة أي طرف آخر، وذلك إما من خلال الإقتراض المباشر، أو من خلال إصدار الأوراق المالية (كالأسهم والسندات) والأوراق التجارية (كأذونا الخزينة وغيرها)، ويعد هذاا الأسلوب بدائيا ولا يتناسب مع متطلبات التطور الإقتصادي والحاجة المتزايدة لرأس المال.

❷- التمويل شبه المباشر (Semidirect finance)

ظهر هذا الشكل من التمويل نظرا لعدم كفاية وملاءمة أسلوب التمويل المباشر لإنجاز نموذج لتدفق الأرصدة النقدية بين فئات الفائض وفئات العجز المالي، حيث ظهرت بعض الوحدات (طبيعية

أو معنوية) لمارسة دور السماسرة والتجار، ولعب دور الوسيط في عملية التقاء تيار العرض بتيار الطلب في السوق المالية.

❸- التمويل غير المباشر(Indirect finance)

وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة (كالبنوك التجارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المشتركة...) حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع المدخرات من أصحاب الفائض، إما في شكل ودائع، أو من خلال إصدار أوراق مالية وتجارية خاصة، كوثائق التأمين على لحياةوشهادات الاستثمار وغيرها، ثم تستخدم تلك الأموال المجمعة في تقديم التمويل لوحدات العجز، إما بإقراضها مباشرة، أو من خلال شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها هذه الوحدات.

III- أنواع (أقسام) الأسواق المالية

تتعدد تقسيمات الأسواق المالية إلى درجة أنه يصعب فصل كل نوع عن الآخر، وذلك وفقا لمجموعة من معايير التصنيف (التقسيم)، وعموما تقسم_هذه الأسواق إلى قسمين رئيسين هما أسواق النقد (قصيرة الأجل) وأسواق رأس المال (متوسطة وطويلة الأجل).

❶ أسواق النقد (Money Markets)

1-1- تعريف سوق النقد

هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل، أي التي يقل تاريخ استحقاقها عن السنة ، والتي ترتفع درجة سيولتها، وتنخفض مخاطرتها، لذلك تكون معدلات عائدها قليلة مقارنة بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل المتداولة في أسواق رأس المال، ويتم التعامل في هذه الأسواق من خلال مختلف المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية بالنسبة للأوراق التي تصدرها الحكومة.

وعرفت سوق النقد أيضا بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال الأوراق قصيرة الأجل.

كما يمكن تعريف هذه السوق بأنها السوق التي يتم فيها تبادل الإلتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض ووحدات العجز المالي المؤقت.

وليس لسوق النقد مكان محدد يتم لتعامل فيه، كما هو الأمر بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم المعاملات فيها من خلال السماسرة المتخصصين أو البنوك التجارية، إما بالإتصال المباشر أو

الإتصال عن طريق الهاتف ، التلكس، الفاكس، وأجهزة الإعلام الآلي (الأنترنيت) وغيرها من وسائل الإتصال.

1-2- أقسام سوق النقد

تنقسم السوق النقدية إلى قسمين أو أكثر، حسب البلد ودرجة تطورالسوق ذاتها، وكذا حسب قدرة وسيطرة الدولة على تلك السوق من حيث الرقابة والتنظيم.

ففي **الولايات المتحدة الأمريكية** مثلا تقسم السوق النقدية إلى فرعين، خصص كل فرع لنوع معين من العمليات، وهذين الفرعين هما:

أ- سوق الخصم (The Discount Market): تيم فيه خصم الأوراق التجارية من كمبيالات وسندات وأذونات الخزينة.

ب- سوق القروض قصيرة الأجل (The Short Term loan market): يتم التعامل فيها بين العارضين (كالبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية المختصة في منح القروض قصيرة الأجل) والطالبين (من أفراد ومؤسسات) للأموال لآجال قصيرة تمتد من يوم أو ليلة واحدة وقد تصل إلى 6، 9شهر أو سنة.

وفي **فرنسا** أيضا تتكون االسوق النقدية من قسمين هما:

أ- السوق فيما بين البنوك (Marché inter-bancaire): وهي مخصصة للمعملات فيما بين مؤسسات القطاع المصرفي، حيث هناك مؤسسات مالية معينة يسمح لها القانون الفرنسي بالمشاكة والتعامل في هذه السوق، مثل المؤسسات المختصة في القروض، بنك فرنسا، الخزينة العمومية، مصالح البريد وغيرها.

ب- سوق القيم المدينة المتداولة (Marché des titres de créances négociables): وفيها يتم تداول شهادات الإيداع، أذونات الخزينة وسندات المؤسسات والشركات المالية وكذا سندات الخزينة العمومية المتداولة، وهي سوق مفتوحة لكافة المتعاملين الاقتصاديين الذين تتوفر فيهم الشروط المطلوبة.

❷- أسواق رأس المال(Capital Markets)

2-1- تعريف سوق رأس المال

هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم، أو تمثل مستند مديونية كالسندات، والتي تصدرها منشآت الأعمال والحكومات.

ويمكن تعريف سوق رأس المال أيضا بأنها السوق التي يلتقي فيها الباعة والمشترون لأصول مالية، من خلالل إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي تعمل من خلاله السوق، ويحقق الصلة بين الباعة والمشترين وسطاء متخصصون يساعدون على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية، أو تحويل تلك الأصول إلى نقدية مرة أخرى.

2-2- أقسام سوق رأس المال

تقسم سوق رأس المال تبعا لعدة معايير إلى عدة أقسام، وذلك كما يلي:

2-2-1- التقسيم حسب توقيت الإصدار(التقسيم الوظيفي)

تنقسم سوق رأس المال وفق هذا المعيار إلى سوقين رئيسين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

أ- السوق الأولية (Primary Market)

يطلق على السوق الأولية أيضا سوق الإصدارات، وهي ذلك الجزء من سوق رأس المال الذي يتم فيه بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة، ومن هذه السوق تحصل الجهة المصدرة (شركات وحكومات) على الموارد المالية لتمويل الاستثمارات أو لتمويل العجوزات عن طريق ما تصدره من أصول (أوراق)مالية، وبذلك تكون السوق الأولية بمثابة سوق الإستثمار الحقيقي للمصدر، وسوق الإستثمار المالي للمستثمر الذي اشترى الورقة المالية.

كما يمكن تعريف السوق الأولية بأنها السوق التي تخلقها مؤسسة متخصصة كوسيط مالي، تعرض فيها للجمهور لأول مرة أوراقا مالية أصدرتها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، أو قد يكون هذا الوسيط بنكا تجاريا –كما هو الحال في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر- أو أحد بنوك الاستثمار، أو أي وسيط مالي يتعامل بالأوراق المالية.

هذا وتتم عملية بيع الإصدارات الجديدة في هذه السوق بإحدى الثلاث طرق الآتية:

✓ **الطريقة المباشرة:** حيث تتولى الجهة المصدرة للأوراق المالية الإتصال المباشر بالمستثمرين من أفراد ومؤسسات ، كي تبيع لهم تلك الأوراق، وعادة ما تمتاز هذه الطريقة بارتفاع تكاليفها.

✓ **الطريقة غير المباشرة:** وتتم من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة لوسيط معين (بنك تجاري، بنك استثمار...)، ثم يقوم هذا الأخير ببيعها مرة أخرى لمن يرغب في الاستثمار في تلك الأوراق من جمهور ومؤسسات، وعادة ما تكون تكاليف هذه الطريقة أقل نسبيا من تكاليف الطريقة المباشرة.

ولتسويق الإصدار وفق هذا الأسلوب أنواع:

» **تأمين تغطية الإكتتاب:** وذلك: إما بقيام البنك الوسيط (المرافق) بشراء الإصدارات من الشركة المصدرة بسعر يقل عن السعر المتفق على بيعا به، ليعيد بيعها للمستثمرين من أفراد ومؤسسات بالسعر المتفق عليه، محققا ربحا، يتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وإما بقيام البنك الوسيط ببيع الإصدار للمستثمرين نيابة عن الشركة المصدرة، مع ضمانه تصريف كامل الإصدار، أو حد أدنى منه، بسعر متفق عليه، وإذا تبقى جزء من الإصدار لم يتم تصريفه، يلتزم البنك الوسيط بشرائه، وكل ذلك مقابل عمولة، عادة ما تكون نسبة مئوية من حصيلة بيع الإصدار.

» **بذل أقصى جهد ممكن:** وهنا لا يضمن البنك المرافق تغطية الإصدار، بل يقتصر دوره على بذل أقصى ما في وسعه لبيع الإصدار، مقابل أجر متفق عليه، وما تبقى من الإصدار لم يسوق يرجعه إلى الشركة المصدرة.

» **الترتيبات الخاصة:** وذلك بأن يتولى البنك الوسيط ترتيب أمر بيع الإصدار إلى مستثمرين معينيين، كشركات التأمين وغيرها من المؤسسات، أو بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية إلى المساهمين القدامى في الشركة، وذلك مقابل أجر.

✓ **طريقة البيع بالمزاد:** وهو أسلوب تتبعه وزارة الخزانة الأمريكية لبيع إصداراتها، وذلك بدعوة المستثمرين لتقديم عطاءاتهم، متضمنة الكميات المراد شراؤها، وأسعار الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار.

للإشارة فإن الوسيط المالي (بنك استثمار أو بنك تجاري...) في السوق الأولية يقدم للجهة المصدرة مجموعة من الخدمات، أهمها:

- تقديم النصح والمشورة للشركات المصدرة بشأن نوع الورقة المراد إصدارها، سعرها، حجم الإصدار، سوق وتوقيت الإصدار...)، وما إذا كانت هناك بدائل تمويلية أكثر ملاءمة.

- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للأوراق المالية، وما يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى، مثل سلطات البورصة.

- التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعه للجمهور والمؤسسات الراغبة، بأحد أنواع التوزيع سالفة الذكر.

ب- السوق الثانوية (Secondary Market)

تسمى هذه السوق أيضا بسوق التداول، وتعرف على أنها السوق التي تتم فيها جميع المعاملات المالية بيعا وشراءا، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية -التي سبق إصدارها- من بائع لمشتري طبقا لسعر الورقة المالية السائد في السوق وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة.

فالسوق الثانوية إذن هي مكان التقاء الباعة والمشترون للأوراق المالية الي سبق وأن بيعت في السوق الأولية، ويكون بيع الأوراق المالية في هذه السوق إما بهدف الحصول على سيولة، أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية أخرى أو أي استثمارات بديلة، ويحصل المشتري على نفس حقوق بائع الورقة المالية الأصلية.

فرغبة حامل الأوراق المالية في تحويلها إلى سيولة، أو تنويع استثماراته، أو هما معا يدفعانه إلى بيع وشراء الأوراق المالية، وهي الوظيفة الديناميكية للسوق الثانوية، حيث لا يعقل أن يجمد شخص أو شركة أمواله إلى ما لا نهاية، من خلال الإكتتاب في أوراق مالية طويلة الأجل نسبيا أو ليس لها تاريخ استحقاق أصلا، لولا درايته بإمكانية تسييلها مرة أخرى متى شاء، فالمستثمر في الأوراق المالية يستهدف عائدا دوريا في شكل أرباح (توزيعات) أو فوائد، كما يستهدف تحقيق أرباح رأسمالية تتمثل في الفرق بين سعر إعادة بيع هذه الأوراق وسعر شرائها، إضافة إلى ذلك فهو يهدف إلى تنويع استثماراته ، و تسييلها مرة أخرى بأقل جهد وتكاليف ممكنة.

وبناءا على مفهوم السوق الثانوية، يمكن التمييز بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، إضافة إلى أسواق أخرى.

ب1- الأسواق المنظمة (Organized or Systematic Markets)

ويطلق عليها البورصات، والسوق الرسمية، وسوق المزاد، والسوق القارة، وتعتبر من أهم أقسام السوق الثانوية، إذ أنها أسواق مالية رسمية يتم التعامل فيها بقانون البورصة وإجراءات عمل

محددة، وتخضع لرقابة الحكومة، وذلك لأجل تنظيم عمليات التداول على الأوراق المالية بيعا وشراءا دون غش أو خداع، سواء من جانب العاملين والمتعاملين في البورصة، أو من جانب الشركات المقيدة بها والتي تتداول أوراقها المالية هناك.

وأهم ما يميز هذه السوق هو وجود مكان معين يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية، كما أن لها هيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من طرف لجنة، تسمى لجنة البورصة.

ب$_2$- **الأسواق غير المنظمة (Unorganized or Non-Sestematic Markets)**

وتسمى أيضا سوق التداول خارج البورصة (**O**ver **T**he **C**ounter Market O.T.C)، والسوق الموازية، والسوق غير الرسمية، والسوق غير القارة، ويتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية فيما بين البنوك وسماسرة الأوراق المالية والصيارفة وبيوت السمسرة وغيرها من المنشآت المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية، خارج بورصة الأوراق المالية كسوق منظم، وذلك سواء كانت الشركات المصدرة لتلك الأوراق مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة.

فالأسواق غير المنظمة تتعامل أساسا في الأوراق المالية غير المسجلة في السوق المنظمة، أي التي لم تستوف شروط إدراجها في البورصة، إلا أن هذا لا يعني منع تعامل تلك الأسواق في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة.

وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان ولا هيكل تنظيمي ومؤسسي محددين، بل تتم الصفقات من خلال شبكة إتصالات كبيرة وقوية تتمثل في الخطوط الهاتفية وأطراف الحاسب الآلي وغيرها من وسائل الإتصال التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

هذا وتتكون السوق غير المنظمة من:

✓ **السوق الثالثة (Third Market)**

ظهرت هذه الأسواق كمنافس للأسواق المنظمة، والسبب وراء وجود هذه الأسواق ونموها هو رغبة المستثمرين الكبار والمستثمرين المؤسساتيين في تخفيض تكاليف الصفقات والقيود التي تفرضها لوائح الأسواق المنظمة، وتمثل صناديق الاستثمار والبنوك التجارية، وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة أهم المتعاملين في هذه السوق.

وتضم السوق الثالثة بيوت (شركات) السمسرة غير العضوة في السوق المنظمة، وبيوت السمسرة هذه هي مؤسسات مستعدة في أي وقت لبيع وشراء الأوراق المالية بمبالغ وكميات كبيرة.

✓ **السوق الرابعة (Fourth Market)**

تعرف كذلك بسوق الأغنياء، وهي تشبه السوق الثالثة من حيث إتمام الصفقات خارج السوق المنظمة، إلا أن التعامل فيها يتم من خلال الإتصال المباشر بين المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء دون الحاجة إلى الوساطة، إضافة إلى ذلك تتميز هذه السوق بضخامة صفقاتها، ويتم الإتصال عن طريق شبكة الإتصالات كالهاتف والحاسب الآلي، وبذلك فإن الحد من العمولات التي تدفع للسماسرة هو أحد أسباب وجود هذه السوق.

2-2-2- التقسيم حسب معيار آجال العمليات

تنقسم أسواق رأس المال وفقا لهذا المعيار إلى أسواق العمليات الفورية (الأسواق الحاضرة)، وأسواق العمليات الآجلة (الأسواق المستقبلية).

أ - أسواق العمليات الحاضرة (Spot or Cash Markets)

هي تلك الأسواق التي يتم التعامل فيها على أوراق مالية طويلة الأجل، يتم تسليمها وتسلمها فور إبرام العقد، وتنقسم الأسواق الفورية وفقا لطبيعة عملها إلى قسمين هما: السوق الأولية والسوق الثانوية، وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى:

$أ_1$- أسواق منظمة

$أ_2$- أسواق غير منظمة

$أ_3$- أسواق احتكارية: تتمثل أساسا في تلك الأسواق التي يُتعامل فيها بأوراق مالية معينة تصدرها الحكومة، ويكون التعامل في هذه الأوراق محتكرا من قبل بعض المؤسسات العمومية كالخزينة العمومية والبنك المركزي.

ب -أسواق العمليات الآجلة (Future Markets)

يتم التعامل في هذه الأسواق أيضا بالأسهم والسندات، لكن من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، ويتحدد سعر وتاريخ التنفيذ عند التعاقد.

وتنقسم أسواق العمليات الآجلة إلى أسواق العقود المستقبلية والآجلة، أسواق عقود الخيارات وأسواق عقود المبادلات، وسوف نتطرق لتلك العقود بشيء من التفصيل في الفصل الثالث عند تناولنا للأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

الفصل الثاني: بورصة الأوراق المالية

I- مفهوم بورصة الأوراق المالية (Stock Exchange)

قبل الخوض في تعريف بورصة الأوراق المالية كأحد أنواع البورصة، نود أولا أن نشير إلى مفهوم البورصة بشكل عام، ثم نعرف ببورصة الأوراق المالية ثانيةً.

❶- تعريف البورصة عموما

1-1- البورصة لغة

البورصة(La bourse) كلمة فرنسية تعني كيس النقد، ويرجع السبب في إطلاق هذا الإسم على السوق التي تعقد فيها الصفقات أو العقود على السلع والأوراق المالية إلى كون التجار كانوا يأتون إلى هذا السوق وهم يحملون نقودهم في أكياس.

ويرجع أصل كلمة بورصة إلى مصدرين:

- ✓ **الأول**: إسم أحد كبار التجار الأغنياء في مدينة بروج (***Bruge***) في بلجيكا كان اسمه ***Van Der Bourse*** وكان يجتمع في قصره عدد كبير من التجار لإتمام عمليات البيع والشراء.

- ✓ **الثاني**: فندق في مدينة بروج كان على واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس، كان يجتمع فيه عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لعقد الصفقات التجارية.

2-1- البورصة في الإصطلاح الإقتصادي:

للبورصة بصفة عامة عدة تعاريف نذكر منها:

هي مكان يعقد فيه إجتماع في مكان معين، وفي مواعيد معينة، بين متعاملين بالبيع والشراء في أوراق مالية أو حاصلات زراعية، أو منتجات صناعية، وتطلق كلمة بورصة أيضا على مجموع العمليات التي تتم أثناء هذا الإجتماع.

أو هي سوق منظمة تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء، بمختلف الأوراق المالية وبالمثليات التي تتعين مقاديرها بالكيل أو الوزن أو العدد، وذلك بموجب قوانين ونظم، تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة موضع التعامل.

❷- تعريف بورصة الأوراق المالية

يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي، سواء كان البائع أو المشتري مدخرا أو مستثمرا للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية أو تحويل هذه الأصول إلى نقدية مرة أخرى، ويتحكم في هذا النظام العرف السائد في السوق المالي، نمط العلاقة بين العرض والطلب على الأموال، القوانين والإجراءات المنظمة للتعامل في السوق المالي وسلوك البائع والمشتري للأصول المالية.

أو هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة، سواء في شكلها التقليدي أو بأنواعها غير التقليدية المشتقة، وهي بذلك المكان والأدوات والوسائل التي تمكن الشركات والسماسرة والوسطاء والأفراد من تحقيق رغباتهم والقيام بأعمال التبادل أو إتمام المبادلات بيعا وشراءاً بسهولة.

كما يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية من خلال دورها التنموي بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراءاً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد القومي.

إنطلاقا من هذه التعاريف التي تختلف في عباراتها وتتفق في مدلولها يمكن أن نعرف بورصة الأوراق المالية بما يلي: هي سوق منظمة يلتقي فيها الباعة والمشترون لأوراق مالية بنوعيها التقليدي والمشتق، ويحقق الصلة بينهما وسيط مالي، ويتم التعامل فيها بموجب قوانين ونظم ولوائح تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين والأوراق المالية،وتتميز هذه السوق

بالعلانية والشفافية، كل ذلك يساعد على تعبئة وتنمية المدخرات وتخصيصها للإستثمارات التي تخدم الإقتصاد الوطني.

II- نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية

عرفت المجتمعات البشرية منذ القدم أسواقا كان يتم فيها تبادل السلع والخدمات عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان هذا التبادل يتم من خلال الإتصال والإلتقاء المباشر، ثم أصبح يتم مباشرة عن طريق وسائل الإتصال التي تطورت فيما بعد، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء، وبناءا على ذلك تطور مفهوم السوق، حيث لم يعد يقتصر على المكان، بل تجاوز ذلك ليشمل كل تبادل مباشر أو غير مباشر للسلع وغيرها، ومع تزايد حجم الإنتاج، وارتفاع حجم التبادل التجاري، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، أسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب، ثم ظهرت الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية(البورصات).

ففي نهاية القرن الثالث عشر للميلاد بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية تهاجر إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وأقاموا مستعمرات في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج**(bruge)** البلجيكية. وأصبح هذا المكان مرغوبا من طرف الإيطاليين، وصار مهبط التجار ورجال الأعمال. وفي عام 1300م أقيمت بورصة في مدينة بروج، واحتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة إلى سنة 1485م، إلى ان أقيمت بورصة أنفرس في مدينة أنتورب **(antorp)** الفلندية. حيث تم توسيعها في 1531م، فاستوعبت التجارة من كل الدول.

هذا عن نشأة البورصة بصفة عامة، أما عن بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، فلم تنشأ بهياكلها ونظمها وإدارتها كما هي عليه اليوم بصورة فجائية، بل مرت فكرة إنشائها عبر تطورها التاريخي ووفقا للحاجة وطبيعة الإمكانيات المتاحة بمجموعة من المراحل كالآتي:

❶- مرحلة إنشاء بورصات للبضائع

إن حدوث الثورة الصناعية في أوروبا والإنتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافقه من هجرة الأيدي العاملة وانتشار للمدن وازدحامها بالسكان، أملى ضرورة تموينها بالمواد الغذائية والحبوب بطريقة منظمة، فاقتضى هذا وجود سوق عالمي للإتجار بالحاصلات الزراعية، فنشأ فريق من التجار سموا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وفريق آخر هم تجار الجملة

ليتحملوا خطر الإتجار، وأنشأ هؤلاء التجار المخازن، وقامت البنوك بمساعدة هؤلاء التجار، فنشأت بورصات للبضائع في أماكن متعددة لتكون الملتقى والمنظم لتلك المعاملات.

2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

في القرن الثالث عشر بدأ في فرنسا تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، حيث أوجد الملك " فيليب الأشقر"وظيفة سماسرة الصرف بغرض تنظيم عملية تداول تلك الأوراق، وفي إنجلترا سنة 1688م كان يجري التعامل بسندات الإئتمان، وكذا أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م.

3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق

لما ظهرت الأوراق المالية- السندات في ذلك الوقت- كان تداولها يتم في البورصات التي تتداول فيها السلع والأوراق التجارية وتتم فيها أعمال الصيرفة، لكن فيما بعد خرج المتعاملون في الأوراق المالية من تلك البورصات وأصبحوا يتعاملون بتلك الأوراق في المقاهي وعلى قارعة الطريق قريبا من بورصة البضائع.

4- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها

نتج عن التطور الصناعي ظهور مشاريع ضخمة، لم يعد المستثمر الفرد قادرا لوحده على تمويلها، فالنمو الإقتصادي والتطور الصناعي وارتفاع الدخول واتساع ورواج التعامل بالأوراق المالية إقتضى ضرورة قيام أسواق مستقلة للأوراق المالية وضرورة تطوير نظمها وأساليب التعامل فيها.

فلأول مرة تأسست بورصة للأوراق المالية في لندن عام 1773م، تلتها بورصة باريس عام 1808م ، وبعدها بورصة نيويورك عام 1821م،ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في باقي دول العالم ومنها الدول العربية مؤخرا.

III- شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة وعوامل نجاحها

1- شروط إقامة بورصة أوراق مالية فعالة

تتمتع بورصة الأوراق المالية بحساسية عالية وتؤثر بشكل مباشر على الإنتاج والإستثمار وعلى كافة الفعاليات الاقتصادية، كما بإمكانها إعادة هيكلة قطاع الإدخارات والمدخرين، فبورصة الأوراق المالية قد تعيد ترتيب القطاعات الإقتصادية أو تحدث موجة تكتلات اقتصادية بين الشركات مما يؤثر على الشركات الصغيرة والمتوسطة، كل هته التأثيرات يجب ألا تغفلها الدولة، بل يجب دراسة البورصة وأثرها على الإقتصاد الوطني بشكل علمي ودقيق قبل إنشائها.

فإقامة بورصة تقوم بدورها وتحقق وجودها وتأثيرها الإيجابي يتطلب توفر مجموعة من الشروط منها:

- وضوح الإستراتيجية العامة للدولة والخطط والأهداف التي تسعى لتحقيقها، وكذا توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية والإجتماعية، وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدولة على الجميع.

- وجود شركات مساهمة ومؤسسات مالية ونقدية متطورة قادرة على طرح أوراق مالية في البورصة.

- وجود مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات وإقراضها للشركات.

- حرية صرف العملة الوطنية وحرية تحويلها من وإلى الدولة استنادا لقوانين واضحة وصريحة.

- توفر مدخرات مالية كافية لدى القطاع الخاص أو الأفراد والمؤسسات المالية، ويتحقق ذلك نتيجة ارتفاع الميل الحدي للإدخار داخل المجتمع.

- إتباع المرونة والبساطة والدقة والوضوح في سن القوانين والإجراءات الخاصة بالإستثمار، مما يشجع على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو مشتركة مع شركات أجنبية، حيث تشكل هذه الشركات القاعدة الأساسية للسوق.

❷- عوامل نجاح بورصة الأوراق المالية

يتوقف نجاح أي بورصة أوراق مالية على مجموعة من العوامل، نذكر منها:

- سهولة الإتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق الوسطاء، وذلك بتجهيز البورصة بأجهزة العرض والإتصال والتسجيل ونظم المعلومات.

- وجود الإستمرارية والتنظيم، حيث تتحقق الإستمرارية من خلال: وجود عدد كاف من المتعاملين فيها يضمن الإستمرارية والإستقرار ويمنع التحكم في الأسعار،وجود حرية المتعاملين والمعاملات، إجراء عمليات كثيرة ومتكررة، تعدد وتنوع الأوراق المتداولة عن طريق زيادة الشركات المدرجة بالبورصة.

- ضمان حماية الإدخار وسلامة استثماره بخلق جو من الثقة بين المتعاملين.

- أن تكون المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية ذات سمعة جيدة وتسلك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين تتميز بالإفصاح والشفافية عن مراكزها المالية وعن الأوراق التي أصدرتها.

- وجود عدد كبير من المؤسسات الوسيطة في أمور البورصة والتعامل فيها كالبنوك الوطنية والأجنبية، شركات الإستثمار، بيوت الإصدار والسمسرة حيث تعمل هذه المؤسسات على تقديم المشورة للمتعاملين في البورصة، استثمار أموال المدخرين نيابة عنهم، تسهيل وتسريع عمليات التداول والبث فيها، إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء بكميات كبيرة.

- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف باستمرار مع مستجدات الأحداث والظروف، وذلك لحماية المتعاملين من المخاطر، ومعاقبة من يخرج عن ذلك الإطار القانوني.

- وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى فيه.

- وجود حد أدنى من الإستقرار السياسي والإجتماعي.

IV- أهمية ووظائف بورصة الأوراق المالية

تعتبر بورصة الأوراق المالية مؤسسة حيوية بالنسبة للإقتصاد الوطني وشركات المساهمة وكذا الأفراد، حيث تعمل على جمع الإدخار من القطاع العائلي ومن المؤسسات المختصة وتوجيهه لتمويل المؤسسات الاقتصادية والإقتصاد الوطني عموما،كما تساعد المؤسسات على نشر رأسمالها على الجمهور الراغب في الإستثمار في الأوراق المالية، خاصة بعد اتساع الشركات، أين تصبح إحتياجاتها للتمويل تفوق إمكانيات الأفراد وربما حتى الجماعات، وأصبح الجمهور الواسع هو الوحيد القادر على جمع وتوفير الأموال اللازمة لذلك.

فبورصة الأوراق المالية إذن تؤدي مجموعة من الوظائف سواء بالنسبة للإقتصاد الوطني، أو للأفراد والمؤسسات، وتتمثل أهم تلك الوظائف فيما يلي:

- تعبئة ونقل المدخرات من الأطراف التي تتوفر لديها فوائض مالية إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، فالبورصة تعمل على إعادة توزيع الثروة بين الناس حتى لا يكون المال دولة بين الأغنياء.

- تمويل عملية التنمية الاقتصادية، وذلك بمساعدة الحكومة على الإقتراض من الجمهور عن طريق إصدار سندات للحصول على التمويل اللازم بدلا من الإقتراض الخارجي، وما يترتب عليه من أعباء مالية باهضة، وتدخلات إدارية وسياسية خارجية.

- توفر للمستثمر مجموعة متنوعة من الأدوات المالية البديلة تهيء له فرصا أوسع لاختيار المجالات الإستثمارية التي تناسبه، كما توفر له تأمينا ضد خطر تقلبات الأسعار بفضل عمليات التغطية والتحوط(*)، إضافة إلى كونها مجالا للمضاربة.

- توفير سوق مستمرة وسائلة، حرة ومنظمة لتداول الأوراق المالية.

- تحقيق عدالة الأسعار وتحديد سعر البيع بصورة آلية، وذلك من خلال تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب على الأوراق المالية، حيث تكون مبنية على معطيات الشركة والتي تلتزم هذه الأخيرة بتقديمها، إضافة إلى تقديم البورصة لمؤشر الأسعار اليومي الذي يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم الإستثمارية.

- تعمل على جذب الأموال العاطلة وتوظيفها في الدورة الاقتصادية، كما تعمل على جذب الإستثمارات الأجنبية.

- قياس وضعية الإقتصاد الوطني، حيث تعتبر البورصة مرآة عاكسة ومؤشرا للنشاط الإقتصادي، كما تساعد على التطبيق الكفء للسياستين المالية والنقدية للدولة وفق ما تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة، وبالتالي التقليل من مخاطر التضخم والإنكماش المالي.

- التخصيص الكفء للموارد المالية، من خلال توجيه الإدخار والإستثمار نحو المشاريع التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج والتشغيل والدخل، وما ينتج عن ذلك من قيام المشاريع الأخرى بتقويم أدائها.

V- المتعاملون (المتدخلون) في بورصة الأوراق المالية

* التحوط (The hedging): يعني عملية إلغاء أو تقليل الخسائر التي تؤدي إليها تحركات أسعار الأوراق المالية في الإتجاه غير المتوقع للمستثمر، وذلك بالقيام بعمليات التغطية والتي تستخدم فيها عقود الخيارات والمستقبليات وغيرها.

توجد العديد من الأطراف التي لها علاقة ببورصة الأوراق المالية، فنجد الوحدات ذات الفوائض المالية (أفرادا وشركات) والتي تدخل إلى البورصة عارضة لتلك الأموال، ووحدات تعاني من عجز مالي تدخل البورصة طالبة للتمويل، إضافة إلى فئة الوسطاء الماليين الذين لا يتم التعامل في البورصة إلا من خلالهم.

إذن يمكن تقسيم الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي:

- العارضون لرؤوس الأموال
- الطالبون لرؤوس الأموال
- الوسطاء الماليون

❶- العارضون لرؤوس الأموال (Suppliers)

تتمثل هذه الفئة في المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المختلفة من كل القطاعات كالبنوك، شركات التأمين، صناديق الإدخار، وشركات التوظيف والإستثمار...وغيرها، والتي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها، وترغب في توظيف فوائضها النقدية في سوق الأوراق المالية.

❷- الطالبون لرؤوس الأموال (Demanders)

تتكون هذه الفئة من الشركات الصناعية، التجارية والقابضة حيث تقوم هذه الشركات بإصدار الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتها، بالإضافة إلى ذلك نجد الحكومات التي تصدر السندات لتغطية العجز في الميزانية أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والإستثمارية للبنية الأساسية، ومن المعروف أن الإصدارات الحكومية هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، كما نجد الهيئات العامة والمحلية والشركات العامة التي تصدر السندات لمواجهة العجز أو تمويل الإستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخوصصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تقوم أيضا المؤسسات الأجنبية المسجلة في البورصات المحلية باللجوء إلى أسواق رأس المال في غير بلدها للحصول على رؤوس أموال إضافية، ويعني زيادة العارضين تفضيل الإدخار عن السيولة وزيادة الإستقرار، وتخفيض سعر الفائدة، وزيادة النشاط الإقتصادي.

❸- الوسطاء الماليون* (Financial intermediaries)

* هناك من يعتبر الوسطاء كطرف يسهل ويساعد على حسن سير سوق الأوراق المالية فقط أكثر منهم متدخلين حقيقيين

إن نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطرة المالية، هذا ما يتطلب ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين ذوو خبرة كبيرة، يعملون على التوفيق بين رغبات الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال وتنفيذ الأوامر، أو تحقيق التوظيف الأمثل بعائد أكبر ومخاطر أقل.

فالوسطاء في سوق الأوراق المالية يمثلون حلقة وصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية، من خلال قيامهم بدور الوسيط بين فئة المستثمرين وفئة المصدرين للأوراق المالية في السوق الأولية، كما يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وذلك مقابل عمولة محددة، ويكون الوسيط إما شخصا طبيعيا أو معنويا، شرط أن يكون مرخصا بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمته وتعليماته.

وعليه يمكن **تعريف الوسيط المالي**: بأنه الشخص المرخص بموجب قانون سوق الأوراق المالية وأنظمتها وتعليماتها، يقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من أسهم وسندات وسواها (في السوق الأولية)، أو بين جمهور المستثمرين أنفسهم (في السوق الثانوية) ، ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدمته عند تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين، ولقاء تغطية وتسويق الإصدارات.

وتضم فئة الوسطاء عادة ثلاث مجموعات هي السماسرة، صانعو السوق، ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

3-1- السماسرة (Brokers)

يستعمل لفظ السمسار والوسيط والدلال في أسواق الأوراق المالية للتعبير عن معنى واحد، إلا أنه لكل سوق إستعمالا خاصا بها.

3-1-1- تعريف سمسار الأوراق المالية

هو شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسرة (عمولة Brokerage) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة.

3-1-2- شروط سمسار الأوراق المالية

نظرا لأهمية وقانونية مهنة السمسرة، فقد وضعت إدارة بورصة الأوراق المالية قواعد ولوائح تنظم مهنة السمسار ومعاونيه، حيث يشترط أن تتوفر فيهم الشروط التالية:

أ- الأهلية القانونية: كتمتعه بجنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه، وبلوغه سنا معينة على الأقل (25 سنة في معظم البورصات).

ب- النزاهة التجارية: ألا يكون أشهر إفلاسه داخليا أو خارجيا، وعدم إدانته بجناية أو تزوير أو سرقة أو نصب أو خيانة للأمانة أو مخالفة لقوانين النقد في البلد الذي يريد أن يزاول نشاطه فيه، ما لم يرد إليه اعتباره.

ج- الكفاءة المالية: أن يثبت أن لديه رأسمال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك ضمانا للمبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة.

د- الكفاءة الفنية: أن يكون حاصلا على حد أدنى من التعليم، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية لا تقل عن ثلاث سنوات، أو شهادة تجارية مع خدمة في بنك مقبول مدة معينة.

ه- الشروط الإجرائية: كاجتيازه لإمتحان كتابي و/أو شفوي، وحصوله على حد أدنى من أصوات لجنة البورصة في اقتراع سري، ودفع رسم، وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

و- ألا يمارس أعمالا تجارية عدا أعمال البورصة، وألا يكون عضو مجلس إدارة إحدى الشركات أو مستشارا أو خبيرا أو موظفا فيها، أو بأحد المحلات أو البنوك.

3-1-3- وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية

إضافة إلى الوظيفة الأساسية للسمسار والمتمثلة في تنفيذ أوامر العملاء ببيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة محددة بلوائح البورصة، يقوم السمسار بوظائف أخرى هي:

- تقديم النصح والمشورة لعملائه من المستثمرين عن السوق، وعن الأوراق المالية.

- إرسال الأوراق المالية إلى الشركات لتسجلها بأسماء ملاكها الجدد، والإتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية على العملاء.

- الإكتتاب نيابة عن العملاء في الإصدارات الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى البنوك.

- إتمام الصفقات في حالة عدول العميل عن العقد وذلك للمحافظة على استقرار المعاملات.

ويوجد في **البورصات الأمريكية** صنفان من السماسرة هما:

أ- السماسرة الوكلاء The commission brokers:يعمل السمسار هنا كوكيل لأحد بيوت السمسرة، كما قد يعمل تاجرا (Dealer) لحسابه الخاص، ويقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء الصادرة من المستثمرين إلى بيت السمسرة التابع له.

ب- سماسرة الصالة أو المقصورة Floor Brokers: يسمون أيضا بالموكلين من قبل الوكيل The two dollar broker، كما يطلق عليهم أحيانا سمسار السماسرة (Broker's broker)، ويقدم هذا السمسار خدماته لمن يطلبها من أعضاء البورصة* مقابل عمولة محددة، ولهذا السمسار دور مهم، كون السماسرة في حاجة إلى وجودهم في عدة مقصورات داخل البورصة في آن واحد لتنفيذ الأوامر الصادرة إليهم، فعندما يكون لدى سمسار ما بعض الأوامر التي لا يستطيع تنفيذها بنفسه، فإنه يلجأ إلى السمسار الموكل لتولى تنفيذها نيابة عنه مقابل عمولة محددة.

3-2- صانعو السوق Market makers

يسمون أيضا بالمتخصصين (Specialists)، حيث يتخصص كل منهم في التعامل في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية، إذ لا يمكن أن يتعامل أكثر من متخصص واحد في ورقة ما، فهو الوحيد الذي يطلع على دفتر الأوامر الخاصة بالورقة التي يتعامل فيها، ويدفع المتخصص رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع نشاط المتخصص بين السمسرة والإتجار، فهو يشبه السمسار بتنفيذه معاملات لسماسرة آخرين مقابل عمولة، ويشبه التاجر في كونه يتاجر لحسابه الخاص بيعا وشراءا لتحقيق الربح.

فصانع السوق يمارس نشاطه في السوق الثانوي بشقيه المنظم (ويسمى متخصص) وغير المنظم (ويسمى تاجر)، سواءا لحساب عملائه أو لحسابه الخاص.

* يقصد بأعضاء البورصة: الأفراد أو الشركات الذين يعينون في بورصة الأوراق المالية للقيام بأعمال الوساطة، أو لشراء وبيع الأوراق المالية لحسابهم الخاص، وهذه العضوية ليست مجانية بل ينبغي دفع مبلغ كبير – يتفاوت من بورصة لأخرى- للحصول عليها، وينقسم هؤلاء الوسطاء إلى:=

- يقسمهم منير إبراهيم هندي (الأوراق المالية وأسواق رأس المال، ص103-106) إلى: السماسرة الوكلاء، سماسرة الصالة، تجار الصالة، المتخصصون، تجار الطلبيات الصغيرة.

- ويصنفهم مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان (أحكام التعامل في الأسوق المالية المعاصرة، ص417) إلى الوسطاء، المتاجرون، المتخصصون أو صناع السوق.

- أما شعبان محمد إسلام البرواري (بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، ص53) فيقسم أعضاء البورصة إلى ثلاث مجموعات هي: الأعضاء المنضمون، الأعضاء المراسلون، والأعضاء العاملون.

غير أن قواعد البورصة تقضي بأن الأولوية في التنفيذ لأوامر السماسرة على أوامر المتخصصين التي ينفذونها لحسابهم الخاص، كما تقضي أيضا بأن لا يبيع المتخصص ، طالما كانت في دفاتره أوامر مقيدة.

ويعمل المتخصص أو صانع السوق بطريقة تحقق الأداء المنتظم والمستمر للبورصة، حيث يؤدي خدمات على درجة من الأهمية للبورصة، من أهمها:

- توفير السيولة اللازمة للبورصة ، من خلال ممارسة دور نشط في تفعيل آلية السوق بالتحكم في حركة العرض والطلب.

- المحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل، حيث يلعب دور المشتري في حالة الإنخفاض الحاد للأسعار، كما يعمد إلى تخفيض المدى أي هامش الربح لتنخفض الأسعار نسبيا ويجذب مشترين جدد، وفي حالة الإرتفاع الحاد في الأسعار يلعب صانع السوق دور البائع، كما يرفع هامش الربح لترتفع الأسعار نوعا ما ويتمكنون من مواجهة الطلب المتزايد.

3-3- المتعهدون بتغطية الإصدارات المالية (Underwriters)

بالإضافة إلى دور الوسيط كسمسار أو كصانع السوق، يمكن أن يلعب دور المتعهد لتغطية الإصدارات الجديدة للأوراق المالية، حيث يتعهد الوسيط (في هذه الحالة يكون الوسيط إما مؤسسة مالية أو بنك استثمار أو شركة استثمار) للجهة المصدرة، بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، ويتوجب عليه في هذه الحالة شراء ما يعجز عن تسويقه من هذه الإصدارات.

وفي الأخير نود الإشارة إلى أنه **بالإضافة إلى هذه الأصناف الثلاثة من الوسطاء** السابقة الذكر(السماسرة، صانعو السوق، متعهدو تغطية الإصدارات المالية)، **توجد فئة أخرى من الوسطاء وهم:**

4-3- تجار الأوراق المالية (Traders)

وهم الذين يتعاملون بالأوراق المالية لحسابهم الخاص، ويتمثل دخلهم في الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء، وينقسم تجار الأوراق المالية إلى:

1-4-3- تجار الصالة أو المقصورة Floor traders

ويطلق عليهم المضاربون Speculators، أو التجار المسجلون Register traders، ويدفع تجار الصالة رسوم العضوية من أموالهم الخاصة، شأنهم في ذلك شأن السمسار الموكل (أو سماسرة الصالة)، وهم يعملون لحسابهم الخاص فقط، فهم لا يتلقون الأوامر من المستثمرين والمتعاملين كما هو الحال بالنسبة للسماسرة الوكلاء، كما أنهم لا ينفذون الأوامر نيابة عن السماسرة، كما هو شأن سماسرة الصالة، لكنهم يبيعون ويشترون لحسابهم الخاص مباشرة ودون وسيط.

3-4-2- تجار الطلبيات الصغيرة ODD-Lot Dealers

وهم الوسطاء الأعضاء في بورصة الأوراق المالية، الذين يضاربون ويتوسطون في بيع وشراء كميات كسرية (أقل من 100) من الأوراق المالية.

ففي بورصة نيويورك لا يسمح ببيع أو شراء أقل من وحدة تداول (أي 100سهم) داخل قاعة التداول أو المقصورة، ونظرا لوجود طلبات شراء وبيع تقل عن وحدة التداول المسموح بها، يقوم تجار التجزئة بتلبية تلك الطلبات، من خلال السماسرة الذين يتوسطون بين هؤلاء التجار وجمهور المتعاملين، ويتم ذلك كما يلي:

- في حالة وجود أوامر بيع أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول، يقوم تجار التجزئة بشرائها وتجميعها إلى أن تبلغ كميتها وحدة التداول، ثم بيعها في المقصورة.
- أما في حالة وجود أوامر شراء أوراق مالية يقل عددها عن وحدة التداول، يقوم تجار التجزئة بشراء وحدة تداول كاملة من المقصورة، ثم يقوم بتجزأتها إلى كميات كسرية تقل عن وحدة التداول ويبيعها لطالبي الشراء وفقا لرغباتهم.

الفصل الثالث: الأوراق المالية المتداولة في أسواق العمليات العاجلة

I- الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في أدوات دين قصيرة الأجل قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها، الذي سبق وأقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد، لا تتجاوز –عادة- سنة من إصدارها، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ استحقاقها وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم، أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع كل أداة.

❶- أذونات الخزينة (Treasury bills)

تمثل أذونات الخزينة أوراق دين قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين 3 أشهر وسنة، تصدرها الحكومات لتمويل نفقاتها خلال السنة ريثما تحصل على الإيرادات الناجمة عن الضرائب، وقد تلجأ الحكومات لاستدعائها قبل تاريخ استحقاقها في حالة توفر الإيرادات، ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تقوم الحكومات بإصدارها دوريا.

وأذونات الخزينة لا تحمل سعر فائدة، بل تباع بخصم (أي بأقل من قيمتها الإسمية) على أن يسترد صاحبها في تاريخ الإستحقاق كامل قيمتها الإسمية، والفرق بين القيمة الإسمية والقيمة التي دفعها المستثمر عند شراء الورقة يمثل قيمة العائد الذي يحصل عليه.

وتباع (تسوق) أذونات الخزينة في السوق الأولية بأسلوب المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها ودعوة المستثمرين –الذين هم عادة مؤسسات مالية كبيرة كالبنوك التجارية وشركات التأمين والمتاجرين في هذا النوع من الأوراق المالية- لتقديم عطاءاتهم متضمنة الكميات المراد شراؤها وأسعار الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل، إلى أن يتم تصريف كامل الأوراق المصدرة.

❷- شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates Deposit)

2-1- تعريف شهادات الإيداع القابلة للتداول

هي أوراق مصرفية (وثائق) غير شخصية تصدرها المصارف بقيم مختلفة وآجال متفاوتة -لا تتجاوز السنة في الغالب-، تثبت لحاملها إيداع مبلغ معين من المال لفترة معينة وبفائدة محددة –قد تكون ثابتة أو متغيرة-، وهي بذلك تشبه الودائع لأجل، وهي شهادات قابلة للتداول في السوق الثانوية

بعد الإصدار، لذا تعتبر تطورا لمفهوم الوديعة المصرفية التقليدية، وتصدر هذه الشهادات بقيمة إسمية كاملة يدفعها مصدرها لحاملها عند الإستحقاق زائد الفوائد.

2-2- طرق إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول

يتم إصدار هذه الشهادات وتسويقها بأحد الأسلوبين:

2-2-1- الإصدار العام أو المعلن (Tranche Issue)

وذلك بإعلان المصرف عن إصداره شهادات ودعوته الجمهور للإكتتاب فيها، وفي هذه الحالة تصدر الشهادة لأمر المكتتب، ويمكن لصاحبها تداولها عن طريق التظهير.

2-2-2- الإصدار الخاص أو الإصدار بناءا على طلب المستثمر (Tap Issue)

وهنا يتم إصدار الشهادات بناءا على طلب مسبق من طرف المودعين، وبشروط يتفق عليها بينهم وبين المصرف، والخاصة بالمبلغ، الفترة وسعر الفائدة، ويتم تداولها بطريقة المناولة، ولما كانت شهادات الإيداع هذه تمثل ودائع لأجل فإنه ليس لصاحبها أن يسترد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها، إلا أنه ولكونها قابلة للتداول فيمكنه التصرف فيها ببيعها والحصول على قيمتها مقابل خصم .

2-3- أنواع شهادات الإيداع

2-3-1- شهادات تصدرها البنوك المحلية وبالعملة المحلية وباستحقاق أقل من سنة: وتعد البنوك المركزية والبنوك التجارية الجهات الأكثر إصدارا لهذه الشهادات، وقد تصدر شهادات لآجال تتجاوز السنة وتسمى شهدات الإيداع أجل ، وبمعدلات فائدة أعلى تدفع مرتين في السنة.

2-3-2- شهادات إيداع بمعدل فائدة عائم (Floating rate): يتم تعديله على أساس سعر فائدة مرجعي، إما يوميا أو أسبوعيا أو شهريا أو كل 3 أو 6 شهور، وغالبا تتراوح آجال هذه الشهادات بين 18 شهرا و 5سنوات.

2-3-3- شهادات إيداع باليورودولار: وهي عبارة عن شهادات تصدر بالدولار الأمريكي في لندن من قبل البنوك الأمريكية والكندية والأوروبية واليابانية.

2-3-4- شهادات إيداع بالدولار الأمريكي: وتصدرها البنوك المحلية الأمريكية، كما تصدرها بعض البنوك العربية.

4-2- مزايا شهادات الإيداع

- تتمتع بمرونة عالية من حيث آجالها ومعدلات فائدتها، مما يجعلها ملائمة لمعظم المستثمرين.

- قابليتها للتداول في السوق الثانوية وبسهولة عالية، مما يعني القدرة على تسييلها قبل تاريخ استحقاقها.

- انخفاض مخاطر عدم السداد، حيث توجد في معظم الدول مؤسسات ضمان الودائع، مهمتها ضمان مبلغ الوديعة لغاية سقف معين.

- تنوع إصداراتها سواء بحسب طلب المستثمر (الإصدار الخاص)، أو الإصدار المعلن (العام) بفئات واستحقاقات ومعدلات فائدة مختلفة.

❸- القبولات المصرفية (Banker's Acceptances):

هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها المصارف التجارية، تتراوح مدتها بين شهر و9 أشهر، وتستخدم كأداة للإقتراض أو كأداة ائتمان في المعاملات التجارية الخارجية (عمليات التصدير والإستيراد).

وتعرف القبولات المصرفية بأنها سندات (تعهدات) مسحوبة من طرف عميل على المصرف، يطلب فيها من المصرف أن يدفع لأمره أو لأمر شخص آخر مبلغا محددا من المال في تاريخ لاحق، ويتعهد المصرف بذلك عن طريق ختم السند أو التعهد بكلمة مقبول (Accepted)، مقابل أن يحصل على عائد محدد.

وبناءا على ذلك يقوم العميل بإيداع قيمة الكمبيالة في حسابه لدى المصرف قبل تاريخ الإستحقاق كي يتمكن من تسليمها لحامل الكمبيالة في تاريخ استحقاقها، ومع ذلك فإن البنك ملزم بدفع قيمة الكمبيالة في تاريخ لإستحقاق حتى لو لم يدفع العميل قيمتها إليه.

✓ مثال عن استخدام القبولات المصرفية كأداة ائتمان في عمليات التجارة الخارجية:

قيام مستورد جزائري بطلب بضاعة من مصدر في دولة أخرى، بعد ذلك يتقدم إلى بنك جزائري يطلب منه أن يصدر له قبولا مصرفيا (كفالة) يتعهد فيه بدفع قيمة البضاعة للمصدر في تاريخ لاحق، فيقوم البنك الجزائري بتحرير قبول للمستورد يحرره على البنك المراسل أو على البنك

نفسه –إذا كان له فرع- في بلد المصدر، يتضمن فترة زمنية للتسديد، وعند شحن البضاعة يتسلم المصدر القبول المصرفي مقابل البضاعة، ويكون أمام المصدر خيارين:

- إما انتظار تاريخ الإستحقاق وتحصيل قيمة البضاعة من البنك المراسل أو البنك محرر القبول.

- أو القيام ببيع القبول قبل تاريخ استحقاقه في السوق مقابل خصم.

✓ **مثال على استخدام القبول المصرفي كأداة للإقتراض:**

شخص يرغب في الإقتراض، فيقوم بتحرير كمبيالة على مصرف معين، يطلب فيها أن يدفع لأمره مبلغا محددا من المال في تاريخ لاحق، على أن يقوم العميل بإيداع مبلغ الكمبيالة قبل تاريخ استحقاقها في حسابه لدى البنك، ثم بعد ذلك يقدمها للبنك لقبولها، فإذا وافق البنك على ذلك يختمه بكلمة مقبول، حينئذ تصبح الكمبيالة قابلة للتداول في السوق الثانوية، فيقوم العميل ببيعها (تقديمها) لبنك آخر ليدفع له قيمتها المخصومة، ويبقى أمام هذا البنك -الذي صرف للعميل قيمة الورقة مقابل خصم- خيارين كما سبق وبينا في المثال السابق.

❹- الأوراق التجارية (Commercial Papers)

يطلق اسم الأوراق التجارية -في الغالب- على الكمبيالة والسند لأمر (السند الإذني) والشيك، وتتمثل الأوراق التجارية في كمبيالات تتراوح مدتها ما بين 5 أيام و 9 أشهر، أما عن قابلية هذه الأوراق للتداول فيقتصر الأمر على تلك التي تصدرها منشآت الأعمال الكبيرة ذات المكانة الراسخة والمعروفة، وعادة تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه هذه البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الإستحقاق، وهو ما يعتبر تقوية لمركز هذه الأوراق التجارية.

ولهذه الأوراق مجموعة من الخصائص والمزايا، من أهمها:

- لا تكن مضمونة بأي أصل من أصول الشركة المصدرة لها، بل إن سمعة المنشأة ومكانتها هي الضامن الأساسي للمتعاملين فيها، وعلى أساس ذلك قبلت البنوك التجارية بالإلتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الإستحقاق.

ـ إلتزام البنوك بسداد قيمة تلك الأوراق عند حلول أجلها يحد من مخاطر الإستثمار فيها، وعليه فمن المنتظر أن يكون معدل الفائدة عليها منخفضا، ومساويا تقريبا لمعدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية.

ـ تساعد هذه الأوراق على تنشيط التجارة، كما تساهم في خلق وتنشيط سوق ثانوي لهذه الأوراق.

ـ نظرا لكون مركز الأوراق التجارية مستمدا من مركز المنشأة التي أصدرتها، تقوم بعض الأسواق والمؤسسات المالية بنشر دليلا (نموذجا) بأسماء المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق، وذلك حماية للمستثمرين فيها، وضمان التعامل بها.

تعرف **الكمبيالة** كورقة تجارية بأنها " صك مكتوب وفقا لشكل معين يحدده نظام الأوراق التجارية، يتضمن أمرا من شخص يسمى الساحب إلى شخص آخر يسمى المسحوب عليه، بأن يدفع إلى شخص ثالث يسمى المستفيذ، مبلغا معينا من المال في تاريخ محدد أو قبل للتحديد، أو بمجرد الإطلاع، وتتداول الكمبيالة التي تصدر باسم شخص معين أ بصيغة "لأمر" عن طريق التظهير، أما التي تصدر بصيغة "لحاملها"فيتم تداولها بالتسليم فقط.

أما **السند لأمر (السند الإذني)** فيعرف بأنه صك محرر وفقا لشكل يحدده القانون، ويتضمن تعهد محرره بدفع مبلغ معين في تاريخ محدد أو قابل للتحديد إلى شخص آخر يسمى المستفيد، ويتم تداول السند الإذني عن طريق التظهير.

❺- قروض الدولار الأوروبي (Eura- Dollar Credits)

في البداية كان مصطلح الدولار الأوروبي أو الأورو دولار يستخدم للإشارة إلى الدولارات الأمريكية المحتفظ بها لدى بنوك أجنبية أو أمريكية خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وبخاصة لدى بنوك في أوروبا، ويتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأروبية الأخرى، والتي يقتصر تعاملها على الدولار، أي تلك البنوك التي تقبل ودائع وتمنح قروض بالدولار الأمريكي فقط.

وتتميز القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة قيمتها وقصر آجالها، وتتكون هذه الدولارات لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية، بسحب جزء من تلك الودائع وإيداعها ثانية على شكل ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، بغرض الإستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة، أو أي اهداف أخرى.

ونود الإشارة إلى أن مصطلح الأورو-دولار لم يعد مقتصرا على الدولار الأمريكي فقط، بل أصبح يقصد به تلك العملات المتعامل بها خارج بلدانها الأصلية، حيث أصبح هناك سوق للعملة الأوروبية الموحدة موازيا ومنافسا لسوق الدولار الأوروبي، يمكن للبنوك وغيرها من المؤسسات المالية اللجوء إليه بغرض الإقتراض.

هذا وتعتبر البنوك التي تتعامل في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية وأي عملات دولية أخرى بمثابة السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

❻- إتفاقيات إعادة الشراء (Repuchase Agreements)

التسمية الشائعة لهذه الإتفاقيات هي الريبو (Repo)، وتمثل أحد أساليب الإقتراض قصير الأجل التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية تتمتع بسيولة عالية (سهلة التسويق)، وذلك لليلة واحدة أو بضعة أيام فقط.

فاتفاقية إعادة الشراء عبارة عن عقد بيع أوراق مالية يتعهد البائع بإعاد شرائها في تاريخ محدد وبسعر محدد يذكر في عقد الإتفاقية مسبقا.

وتعني إتفاقية إعادة الشراء أن يلجأ أحد التجار إلى سمسار متخصص في هذه الإتفاقيات ليقترض منه مبلغا محددا من المال لمدة يوم أو ليلة أو بضعة أيام، وبموجب هذا لإتفاق يبيع التاجر – وبصفة مؤقتة- أوراقا مالية بما يعادل قيمة لمبلغ الذي يحتاجه ، ويقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة (إتفاقية) إعادة شرء تلك الأوراق من ذات امستثمر بسعر أعلى قليلا من سعر الذي باع له به هذه الأوراق على أن تنفذ الصفقة في الموعد المحدد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للأموال المقترضة، والفرق بين قيمة عقد البيع وعقد إعادة الشراء يمثل عائدا على الأموال المقترضة، وإن كان بالإمكان أن يجري عقدا البيع وإعادة الشراء بنفس القيمة على أن يحدد معدل الفائدة مسبقا.

فاتفاق إعادة الشراء بهذه الصورة ما هو إلا قرض قصير الأجل بضمان الأوراق المالية محل العقد، حيث أن هذه الأوراق لا تنقل ملكيتها للسمسار (المستثمر) بل تبقى في حوزة التاجر، لكنها مرهونة لصالح السمسار.

وهناك نوعين من اتفاقيات إعادة الشراء هما:

✓ النوع الأول: يسمى بالريبو ليوم واحد (Overnight Repo)

✓ النوع الثاني: يسمى بالريبو ذو الأجل (Term Repo)، حيث يكون اجل الإتفاقية يتجاوز يوم واحد.

❼- قرض فائض الإحتياطي الإلزامي(Surplus Reserve Requirement)

تسمى أيضا بالأموال الفيدرالية (Federal Funds)، ففي حالة توفر فائض في الإحتياطي الإلزامي لدى بعض المصارف، يمكنها إقراضه لمصارف أخرى تعاني عجزا في قيمة هذا الإحتياطي، وعادة ما تكون مدة هذا القرض يوم أو ليلة، كما يمكن طلب تمديد فترة القرض يوم بيوم في حالة اضطرار البنك المقترض وحاجته لتلك الأموال، لحين توفر السيولة لدى المصرف المقترض.

هذا ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى الواسع، كونها تمثل تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقترض برد قيمة القرض مضافا إليه فوائد محددة، هذا بالرغم أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمونا من طرف البنك المركزي.

II- الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال(securities)

تعتبر الأوراق المالية السلعة الأساسية المتداولة في أسواق رأس المال، فهي العمود الفقري لها، وتعرف الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين عموميين كانوا (كالدولة والسلطات الولائية أو المحلية)، أو مؤسسات خاصة، وينتج عنه دين على عاتق الجهة المصدرة أو مشاركة في الملكية من قبل المشترين لهذه الأوراق.

وعليه يمكن تصنيف الأوراق المالية إلى أوراق مالية تمثل ملكية(كالأسهم العادية والأسهم الممتازة)، أوراق تمثل مديونية مثل السندات، وأوراق مالية هجينة تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، وكذا الأوراق المتداولة في أسواق العمليات الآجلة كالخيارات والمسقبليات (عقود المشتقات) وغيرها من الأوراق المستحدثة، إضافة إلى الصكوك الإسلامية التي نجدها خصوصا في الأسواق الإسلامية للأوراق المالية، وفيما يلي عرض مفصل لمختلف هذه الأنواع:

❶- الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة(الأسهم Stocks)

1-1- مفهوم السهم في الإصطلاح الإقتصادي

الأسهم هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول، وتمثل مستند ملكية في جزء من رأسمال شركة المساهمة التي أصدرته، حيث يقسم رأسمال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهما،ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، وللسهم عدة قيم هي: القيمة الإسمية، قيمة الإصدار، القيمة الدفترية، القيمة الحقيقية، القيمة السوقية، القيمة التصفوية.

✓ **القيمة الإسمية(Nominal value)**: هي القيمة المدونة على قسيمة كل سهم عند إنشاء الشركة، بحيث يشكل مجموع هذه القيم رأسمال الشركة عند إنشائها.

✓ **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأسمالها، وغالبا ما تكون مساوية للقيمة الإسمية، وقد تكون أكبر منها أحيانا، أما أن تكون أقل منها فمعظم الأنظمة تمنع ذلك.

✓ **القيمة الدفترية**: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، وتختلف القيمة الدفترية للسهم العادي عن القيمة الدفترية للسهم الممتاز، فتحسب بالنسبة للأول بقسمة حقوق الملكية- التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، لكنها تتضمن الأرباح المحتجزة والإحتياطيات- على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما بالنسبة للسهم الممتاز فليس له نصيب في الأرباح المحتجزة والإحتياطيات، وبذلك فقيمته الدفترية تساوي قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة.

✓ **القيمة التصفوية**: وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين.

✓ **القيمة الحقيقية (Real Value):** وهي المقدار الذي يستحقه السهم من إجمالي الموجودات الصافية للشركة(وتشمل رأس المال المدفوع + موجودات الشركة وأرباحها) بعد إعادة تقييمها بالأسعار الجارية، بعد استبعاد ديونها (إلتزاماتها)، مقسوما على عدد الأسهم المصدرة، وقد تختلف هذه القيمة عن القيمة الإسمية للسهم زيادة أو نقصانا، وذلك حسب نتائج أعمال الشركة (أرباح أو خسائر)، إلا أن الشركات عادة ما تحقق أرباحا لأن الشركة تنمو وتتضاعف في ضوء أعمالها وأموالها، وبالتالي تزيد القيمة الحقيقية لأسهمها عن قيمتها الإسمية.

✓ **القيمة السوقية(Market Value)**: تمثل القيمة التي يباع بها السهم في البورصة، وغالبا ما تختلف هذه القيمة عن القيمة الإسمية والقيمة الدفترية، وذلك وفقا لعدة إعتبارات أهمها: الأرباح المحققة والمتوقعة، التوزيعات، تقدير الخطر الخاص بالشركة، طبيعة نشاط الشركة، الظروف الاقتصادية والسياسية الوطنية والعالمية، الكمية المعروضة من السهم ، حجم الطلب والمضاربات على السهم في السوق...إلخ.

1-2- خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بصفة عامة –عادية كانت أو ممتازة– بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

✓ **الأسهم أنصبة متساوية القيمة:** فرأسمال الشركة يقسم إلى أجزاء متساوية القيمة، ونتيجة لهذه القيمة المتساوية، تتساوى حقوق والتزامات المساهمين في الشركة.

✓ **عدم قابلية السهم للتجزئة:** فالسهم لا يقسم إلى أجزاء الرقم واحد، أي لا يوجد سهم وربع أو سهم ونصف، وإذا اشترك أكثر من مساهم في السهم الواحد، فيجب أن يختاروا أحدهم يمثلهم نيابة عنهم أمام الشركة.

✓ **قابلية السهم للتداول والتسييل:** فالأسهم صكوك مالية يمكن تداولها وتسييلها بمرونة كافية سواء في البورصة أو خارجها، حيث يمكن التصرف فيها بمختلف أنواع التصرفات التجارية والمالية كالبيع والشراء، الرهن، الإقراض، الوقف، الرهن، الوصية، الإرث، الإهداء أو الهبة...إلخ، إلا أن ذلك لا يمنع من وضع قيود على هذا الحق،كما هو الحال في معظم القوانين التجارية التي لا تسمح للمؤسسين بالتصرف في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين من التأسيس النهائي للشركة، وذلك حماية لجمهور المدخرين من تلاعبات كبار المؤسسين.

✓ **المسؤولية المحدودة لصاحب السهم:** مالك السهم يعتبر مالكا أصيلا في أصول الشركة، له حقوقا وواجبات قانونية محددة، تتناسب مع قيمة أو عدد ما يمتلكه من أسهم، فمثلا يكون الشركاء غير مسؤولين عن ديون الشركة إلا بمقدار الأسهم التي يمتلكها كل منهم ، وإذا أفلست الشركة ولم تستطع تسديد ما عليها من ديون، فلا يلتزم الشركاء بسداد ديونها من أموالهم الخاصة.

1-3- أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم تبعا لمجموعة من الإعتبارات إلى عدة أنواع، نذكرها فيما يلي:

1-3-1- أنواع الأسهم باعتبار الشكل القانوني

أ- أسهم إسمية (Nominal Stocks): وهي الأسهم التي تحمل اسم مالكها، وعند تداولها يجب إثبات اسم المالك الجديد عليه وفي سجل التنازلات بالشركة، الذي تعده لهذا الغرض.

ب- أسهم لحاملها (Bearer Stocks): وهي الأسهم التي لا يسجل عليها اسم مالكها، وإنما يسجل فيها أن السهم لحامله، ويعد حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، ويتم تداولها بالتسليم من يد إلى يد.

ج- أسهم إذنية أو لأمر: وهي أسهم يذكر فيها اسم مالكها، مع ذكر أنها لإذنه أو لأمره، وتتداول بطريقة التظهير، وذلك بأن يدون البائع على ظهر شهادة السهم بأن ملكيتها قد انتقلت للمشتري، وهذا النوع نادر الوقوع.

1-3-2- أنواع الأسهم باعتبار الحصة التي يدفعها الشريك

أ- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يحصل عليها الشريك إذا دفع حصته في رأسمال الشركة نقدا، وقد تكون محررة، أي أن قيمتها دفعت بالكامل، أو تكون غير محررة، أي دفع جزء من قيمتها ويبقى المساهم مطالبا بالباقي.

ب- أسهم عينية: وهي الأسهم التي يحصل عليها المساهم مقابل تقديمه أثمانا غير النقود(عروضا)*، كأن يقدم أرضا، عقارا، منقولا مثليا أو قيميا، أو حقا معنويا، أو غير ذلك، ويجب أن تكون محررة بالكامل عند الإكتتاب.

ج- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يدفع المساهم جزء من قيمتها نقدا والباقي عينا.

د أسهم منحة(مجانية): وهي الأسهم التي تصدرها الشركة وتوزعها على المساهمين-بنسبة ما يملكه كل مساهم من أسهم- مقابل قيامها بترحيل جزء من الإحتياطيات والأرباح المحتجزة وضمها إلى رأس المال الأصلي(زيادة رأس المال).

ه- حصص التأسيس: هي صكوك بدون قيمة إسمية، قابلة للتداول، ولا تمثل جزءا من رأسمال الشركة، بل تصدر مقابل بعض الخدمات المقدمة للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية، وليس لحامل حصص التأسيس حق التصويت والمشاركة في إدارة الشركة، كما أن حصص التأسيس قابلة للإلغاء من قبل الشركة، لأن حامليها ليسوا مساهمين في رأسمال الشركة، ويكون ذلك مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة وبعد مضي ثلث عمر الشركة، إضافة إلى ذلك فإن حملة حصص التأسيس ليس لهم أي نصيب في عوائد التصفية.

* العروض: يقصد بها عند الفقهاء ما يقابل النقد من الأعيان، وهو غير الأثمان من المال على اختلاف أنواعه من النبات والحيوان والعقار وسائر المال.

ولقد ظهرت حصص التأسيس لأول مرة سنة 1858م عند تأسيس شركة "قناة السويس البحرية" لمكافأة مؤسسي الشركة على ما بذلوه من جهد لإنجاح المشروع.

1-3-3- أنواع الأسهم باعتبار استهلاكها من عدمه

أ- أسهم رأس المال: وهي التي لا يسترد صاحبها قيمتها من الشركة، طالما أن الشركة قائمة، وهذا هو الأصل بالنسبة لجميع الأسهم، لأن استرداد الأسهم ينتج عنه إنخفاض رأسمال الشركة، وبالتالي إضعاف حقوق دائنيها.

ب- أسهم التمتع: هي أسهم تمنح للمساهم عوضا عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الإسمية في أثناء قيام الشركة، وتصدر في بعض الحالات التي تدعو لإصدارها، كأن تكون الشركة مستغلة –وبامتياز من الحكومة- لأحد المرافق العامة مثلا ولمدة محددة، ثم تصبح موجودات الشركة بعدها ملكا للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف مع مرور الزمن، كشركات المناجم. ولمالك أسهم التمتع حق التصويت في الجمعية العامة، وحق في الأرباح أقل مما يعطاه مالك أسهم رأس المال، وحق في موجودات الشركة عند التصفية لكن بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم.

1-3-4- أنواع الأسهم باعتبار الحقوق المقررة لصاحبها

تنقسم الأسهم وفقا لهذا المعيار إلى أسهم عادية، أسهم ممتازة، أسهم مؤجلة الأرباح.

أ- الأسهم العادية(Common Stock): وهي أسهم تتساوى في قيمتها، وتعطي المساهمين حقوقا متساوية، ويحصل حاملها على قدر من الربح يتفق مع ما دفعه إلى الشركة دون أي زيادة أو مزية أخرى، ويتحمل الخسارة بقدر أسهمه. وهناك شركات تصدر أسهما متفاوتة في الحقوق، كحق التصويت أو توزيع الأرباح، وهناك أسهم عادية مضمونة من طرف ثالث كالحكومة أو شركة أخرى يضمن لها حدا أدنى من الأرباح الموزعة.

وتتمثل أهم **حقوق حملة الأسهم العادية** فيما يلي:

- حق حضور الجمعية العامة للمساهمين، والتصويت على قراراتها، وكذا الحق في الإطلاع على دفاتر الشركة.

- حق الترشح للعضوية في مجلس إدارة الشركة إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم، كما له الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو رفع دعوى المسؤولية عليهم في حالة تقصيرهم في أداء مهامهم.

-حق الحصول على جزء من أرباح (Dividendes) الشركة في حالة تحققها وتقرر توزيعها، وكذلك الحق في موجوداتها عند التصفية.

- حق الأولوية في الإكتتاب في الأسهم الجديدة إذا قررت الشركة إصدارها لزيادة رأسمالها.

- حق تحويل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع أو الهبة ...إلخ.

إضافة إلى الأسهم العادية التقليدية، توجد أنواعا أخرى من **الأسهم العادية المستحدثة**، نذكر منها:

أ$_1$- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: فالمعروف هو أن المنشأة الواحدة لها مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل، غير أنه وفي الثمانينات أدخلت شركة جنرال موتورز إلى أسواق رأس المال نوعين إضافيين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل، أصدرت مجموعة من الأسهم سميت بـ"E Class"، وربطت توزيعاتها بما يحققه قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية من أرباح، ومجموعة أخرى سميت"H Class"، وربطت توزيعاتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

أ$_2$- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصومة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا تعتبر من النفقات التي تخصم قبل احتساب الضريبة، لكن في الولايات المتحدة الأمريكية صدر في الثمانينات تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تبيع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة لتلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، وذلك لتشجيع مشاركة عمال المنشأة في ملكيتها، كما نص هذا التشريع (القانون) على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين- المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم- من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

أ$_3$- الأسهم العادية المضمونة: ظهر هذا النوع من الأسهم أيضا في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984،وهي أسهم تعطي لصاحبها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين، خلال فترة محددة بعد تاريخ الإصدار، فإذا لم يصل انخفاض قيمة السهم إلى الحد الأدنى، أو إذا تجاوز الحد الأدنى ولكن بعد انقضاء المدة المحددة، فليس لصاحبه حق المطالبة بالتعويض.

ب- الأسهم الممتازة (Preferred Stocks): هي أسهم يتقرر بموجبها حقوقا لحملتها أكثر من مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية، كالأولوية في الأرباح الموزعة، الأسبقية في استرجاع أموالهم المستثمرة عند تصفية الشركة،كما لهم الحق في أرباح سنوية محددة بنسبة مئوية من القيمة الإسمية للسهم، غير أن الشركة ليست ملزمة(*) بدفع تلك النسبة إذا لم تحقق أرباحا، أو في حالة تحقيق أرباح وتقرر عدم توزيعها فإنه لا يتم توزيعها لا على أصحاب الأسهم العادية ولا الممتازة.

وتلجأ الشركات لإصدار الأسهم الممتازة عندما ترغب في زيادة رأس المال لجذب وتشجيع الجمهور على الإكتتاب، أو رغبة في مكافأة حملة الأسهم القديمة، لما بذلوه في سبيل إنجاح الشركة.

بالإضافة إلى **الخصائص السابقة** التي تتميز بها الأسهم الممتازة، فإنها تتمتع **بخصائص أخرى** منها:

- يمثل السهم الممتاز حصة من ملكية الشركة، وبما يعادل قيمته الإسمية فقط، حيث أنه- وكما أشرنا سابقا- ليس له الحق في الإحتياطيات والأرباح المحتجزة.

- الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق، إلا أنه قد ينص عقد إصدارها على حق الشركة في استدعائها، أي إعادة شرائها من أصحابها بقيمة تتجاوز قيمتها الإسمية، خلال فترة محددة من تاريخ إصدارها.

- يحرم حملة الأسهم الممتازة من حق الترشح، أو المشاركة في إدارة الشركة، كما ليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا في حالات إستثنائية ينص عليها عقد الإصدار، كمرور المنشأة بظروف عويصة، غير أن هناك أنظمة تسمح بإصدار نوع من الأسهم يعطي صاحبه أصواتا أكثر في مداولات الجمعية العامة، وتسمى الأسهم ذات الصوت المتعدد.

أما **أنواع الأسهم الممتازة**، فنميز:

ب$_1$- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح (Cumulative Stocks): هي أسهم يحتفظ أصحابها بحقهم في الحصول على الأرباح المقررة لها عن السنوات التي لم يتم فيها توزيع تلك الأرباح، فإذا لم تحقق الشركة أرباحا في إحدى السنوات، أو قررت عدم توزيعها، فإنه في أي سنة لاحقة تحقق فيها الشركة أرباحا، وقررت توزيعها، فقبل أن تدفع لحملة الأسهم العادية أي توزيعات، يجب أن تدفع لحملة الأسهم الممتازة الأرباح المقررة عن هذه السنة وعن السنوات التي لم تجر فيها التوزيع.

---

* غير أن الدكتور إبراهيم هندي له رأي آخر في ذلك، حيث يرى أنه إذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو تحققت أرباحا وقررت الشركة عدم توزيعها، عندها لا يحق للشركة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة إلا بعد حصول حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة، أما في بعض الحالات فقد ينص عقد التأسيس على أن الحق في التوزيعات لا يكون إلا عن السنوات التي تحققت فيها أرباح.راجع: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" ، 1995، ص27.

ب$_2$- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يحق لحملة هذه الأسهم بعد حصولهم على النسبة المتفق عليها من الأرباح، وبعد حصول المساهمين العاديين على نفس النسبة أو أي نسبة محددة مسبقا، مشاركة المساهمين العاديين فيما تبقى من أرباح.

ب$_3$- أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة

ب$_4$- أسهم ممتازة لها حق التصويت في الجمعية العامة للمساهمين

ب$_5$- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية

ب$_6$- أسهم مؤجلة الأرباح: هي أسهم تؤجل أرباحها إلى ما بعد حساب أرباح الأسهم الممتازة والعادية، ويكتتب في هذه الأسهم مؤسسو الشركة، وذلك بغرض إعطاء ثقة أكبر بنجاح الشركة، وبالتالي تشجيع المستثمرين على الإكتتاب في الأسهم العادية للشركة وغيرها.

❷- الأوراق المالية التي تمثل مديونية على الجهة المصدرة (السندات /Bonds)

2-1- تعريف السند

السند هو صك مديونية يمثل جزءا من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة ذاتية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له (المدين) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقترض بأن يسدد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الإستحقاق، كما يدفع له أيضا فائدة دورية ثابتة أو متغيرة لا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر.

2-2- خصائص السندات

تتميز السندات بمجوعة من الخصائص منها:

- يمثل السند دينا في ذمة الجهة التي أصدرته، وحامله يكون دائنا لتلك الجهة.
- يحصل حامل السند على عائد دوري ثابت أو متغير يمثل نسبة مئوية من القيمة الإسمية للسند، وبغض النظر عن النتيجة التي تحققها الشركة، ربحا أو خسارة.
- قابلية السند للتداول.
- السندات صكوك ذات قيمة متساوية، وإما أن تصدر بقيمة مساوية لقيمتها الإسمية، أو أكبر أو أقل منها، والسندات لا تقبل التجزئة أما الجهة المصدرة لها، ويأتي أصحابها في المرتبة الأولى قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية في استيفاء حقوقهم (الفوائد والقيمة الإسمية للسند عند تاريخ الإستحقاق، أو عند التصفية).
- لا يتدخل صاحب السند في الشؤون الإدارية للشركة، وليس له حق الترشح والإنتخاب.
- السندات لها آجال استحقاق، قد تكون طويلة، متوسطة أو قصيرة.

2-3- أنواع السندات

تصنف السندات إلى أنواع عديدة، وذلك بحسب الإعتبارات الآتية:

2-3-1- أنواع السندات باعتبار الجهة المصدرة

تنقسم السندات باعتبار مصدرها إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- سندات حكومية (Government Bonds): هي صكوك متساوية القيمة تصدرها وتضمنها الحكومة، وتكون معدلات فوائدها ثابتة عادة، تطرح للإكتتاب العام وتتداول بالطرق التجارية، وإما أن تكون دائمة أو مستهلكة(*).

وتصدر السندات الحكومية إما لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو للتمويل الحربي، أو لمواجهة عجز في الموازنة العامة،أو لمحاربة التضخم.

وتمتاز هذه السندات بخلوها من المخاطر لضمان الدولة لها، كما تمتاز بسيولة عالية، وكذا إعفائها من الضرائب.

ومن أمثلة السندات الحكومية(**): سندات الدولة، سندات الهيئات الدولية، سندات المؤسسات الحكومية، سندات البلدية، سندات الخزينة، شهادات الخزينة، سندات حكومية بعملات أجنبية، شهادات الإستثمار بمجموعاتها الثلاثة أ، ب، ج.

ب- سندات خاصة (سندات الشركات): هي سندات تصدرها المؤسسات المالية أو الشركات التجارية والصناعية والخدمية، بهدف تمويل مشاريعها، وتكون بمعدلات فائدة أكبر من تلك الخاصة بالسندات الحكومية، وذلك لارتفاع درجة مخاطرتها.

2-3-2- أنواع السندات باعتبار تاريخ الوفاء بقيمتها

تنقسم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى:

أ- السندات ذات تاريخ وفاء محدد: وهي السندات التي ينص عقد إصدارها على التزام مصدرها بالوفاء بقيمتها الإسمية كاملة عند تاريخ الإستحقاق المنصوص عليه في العقد.

---

* السندات الدائمة هي التي لا تحدد الحكومة تاريخا لسدادها، ويحصل أصحابها على فوائد دورية ثابتة ومحددة، أما المستهلكة فهي التي تحدد الحكومة تاريخا لسداد قيمتها.

** لمزيد من التفصيل حول تلك الأنواع من السندات الحكومية، راجع أكثر: شعبان محمد إسلام البرواري،"بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- دراسة تحليلية نقدية-"، 2005، ص132-134.

ب- السندات التسلسلية: وهي سندات ينص عقد إصدارها على إلزامية الوفاء بها وفق جدول زمني يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الإستحقاق النهائي.

وتسدد هذه السندات بأحد الأسلوبين:

- تسديد عدد من السندات سنويا، يتم اختيارها عن طريق السحب بالقرعة.

- تسديد جزء من قيمة كل سند سنويا، إلى غاية الوفاء بالقيمة الإجمالية للسندات عند تاريخ الاستحقاق.

ج- السندات القابلة للإستدعاء(Callable Bonds): ينص عقد إصدار هذه السندات على حق الجهة المصدرة لها في إعادة شراء كل السندات المصدرة أو جزء منها في أي وقت تراه مناسبا لها، على أن يكون سعر الشراء أكبر من القيمة الإسمية للسند، والفرق يسمى علاوة الإستدعاء (Call Premium).

د- السندات القابلة للتحويل(Convertible Bonds): هي سندات تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة(أسهم عادية أو ممتازة أو سندات أو إلى أي منها)، بشروط محددة وفي خلال فترة زمنية معينة مسبقا في عقد الإصدار.

2-3-3- أنواع السندات باعتبار العائد

تنقسم السندات من حيث العائد الذي يحصل عليه حاملها إلى:

أ- سندات بمعدل فائدة ثابت(Fixed Rate Bonds): وهي السندات التقليدية، حيث يستق لها فائدة ثابتة على القيمة الإسمية للسند بغض النظر عن نتيجة نشاط الشركة.

ب- سندات بمعدل فائدة متغير(Floating Rate Bonds):هي سندات يحصل حاملها على فوائد متغيرة حسب تغيرات معدل الفائدة السوقي، حيث يعاد النظر في معدل فائدة هذه السندات كل ستة شهور.

ج- السندات ذات الكوبون الصفري(Zero Coupon Bonds): تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحبها كامل القيمة الإسمية عند تاريخ الإستحقاق، كما يمكنه بيعها في السوق بالسعر السائد، ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند وبين قيمته الإسمية أو سعر البيع في حالة بيعه في السوق.

د- سندات الدخل(Income Bonds): هي سندات لا يحق لحملتها المطالبة بالفائدة في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، غير أنه قد ينص في عقد الإصدار على حق حامل السند في الحصول على فوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنوات لاحقة.

ه- السندات المشاركة (Participating Bonds): ههي سندات تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد دورية، إضافة إلى المشاركة في جزء من أرباح الشركة لما تبلغ حد معين.

و- سندات ذات النصيب: إضافة للفائدة الدورية التي يحصل عليها صاحب هذه السندات، فإنه قد يحصل على جائزة أو مكافأة مالية معينة عند دخول سنده في اليانصيب، وإجراء عملية القرعة.

2-3-4- أنواع السندات باعتبار الضمان:

تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

أ- السندات المضمونة (Secured or Guaranteed Bonds): وهي السندات التي يتقرر لصاحبها حق أو امتياز معين كأن تكون هذه السندات مضمونة بأصل من أصول الشركة (عقار، معدات، أوراق مالية...)، أو تكون مضمونة من طرف الحكومة أو مؤسسة مالية تضمن الوفاء بقيمة السند وفوائده المستحقة.

ب- السندات غير المضمونة (السندات العادية): لا تكون هذه السندات مضمونة بأي أصل من أصول الشركة، ولا من أي ضامن آخر، ولكن الضمان الوحيد لحملتها هو سمعة الشركة من حيث قوة مركزها المالي وقدرتها الإيرادية.

2-3-5- أنواع أخرى من السندات:

بالإضافة إلى كل الأنواع -سابقة الذكر- من السندات توجد أنواع أخرى منها:

أ- سندات إسمية وسندات لحاملها، وينطبق عليها كل ما قلناه عن الأسهم الإسمية والأسهم لحاملها.

ب- السندات الرديئة(Junk Bonds): استحدث هذا النوع في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة من رأس مال شركتهم، وذلك عن طريق إصدار سندات تستخدم حصيلتها لشراء جزءا كبيرا من أسهم الشركة المتداولة في السوق.

ج- السندات المرتبطة بمؤشر(المستقرة): هي سندات يربط معدل فائدتها، أو المبلغ الأصلي ، أو الإثنين معا بتغيرات مؤشر معين (مستوى المعيشة، مستوى أسعار التجزئة، مستوى أسعار الجملة، معدل التضخم...)وذلك للحفاظ على القوة الشرائية لقيمة السند.

د- السندات بكوبونات الإكتتاب في السندات(O.B.S.O*): هي سندات تسمح لحاملها بالإكتتاب في سندات مماثلة وخلال فترة محددة وبسعر محدد مسبقا في عقد الإصدار، حيث يرفق كل سند قديم بقسيمة يمكن استبدالها بسند جديد بعد مرور الفترة المحددة في عقد الإصدار، وتسجيل هذه القسيمات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة، وذلك بعد الإنتهاء من الإصدار الأولي.

❸ الأوراق المالية الهجينة (Hybrid Securities)

تجمع هذه الأوراق بين خصائص الأسهم وخصائص السندات، فبالإضافة إلى **الأسهم الممتازة -والتي سبق تناولها-** ، توجد هناك مجموعة من الأوراق المالية الهجينة، نذكر منها ما يلي:

أ- أوراق(سندات) المساهمة: تصدر هذه الشهادات من طرف شركات المساهمة، ولأغراض مختلفة منها: تمويل الصادرات والواردات، الإستثمار في قطاع السكن، تمويل الشركات الصناعية العمومية، الشركات التجارية، البنوك...

وتختلف خصائص هذه السندات من بلد إلى آخر، ففي الجزائر مثلا(وكما هو الحال في فرنسا) تتميز بعدم قابليتها للتسديد، كما لا تكون قابلة للتعويض إلا في حالة تصفية الشركة أو بناءا على مبادرة منها ضمن الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار، ويحصل حاملها على عوائد جزء منها متغير والآخر ثابت، إضافة إلى ذلك تتميز هذه السندات بقابليتها للتداول، وذات قيمة إسمية، وليس لحاملها حق التصويت.

ب- السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم(O.B.S.A*): لحملة هذه السندات الحق في الإكتتاب في أسهم الشركة المصدرة، حيث ان تسليمه لقسيمة(warrant) من القسيمات التابعة لسنداته يمكنه من الإكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة مسبقا.

ويمكن بيع القسيمات منفصلة في بورصة الأوراق المالية كغيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومع ذلك يبقى حامل السندات المعنية يحتفظ بحقه كدائن، إضافة إلى إمكانية أن يصبح مساهما في فترة قادمة.

---

* **O**bligation à **B**ons de **S**ouscription d’**O**bligation

* **O**bligation à **B**ons de **S**ouscription d’**A**ctions

وانطلاقا من خصائص السندات بقسيمات الإكتتاب في الأسهم، فإن الهدف من التمويل بإصدارها هو الإستدانة على الأمد الطويل ثم الحصول على أموال خاصة من خلال إكتتاب حملتها في أسهم الشركة فيما بعد.

ج- شهادات الإستثمار: يتمتع أصحاب هذه الشهادات بنفس حقوق حملة الأسهم العادية ماعدا حق التصويت الذي يحرم منه أصحاب هذه الشهادات، وعليه يمكن اعتبار هذه الشهادات جزء من السهم، حيث يتمثل الجزء الآخر في شهادات حقوق التصويت التي لا يمكن لحملة شهادات الإستثمار امتلاكها، ولا يمكن التنازل عن شهادات حقوق التصويت إلا إذا كانت مرفقة بشهادات الإستثمار.

فإصدار شهادات الإستثمار يسمح بالحصول على التمويل اللازم دون التخلي عن السيطرة على الشركة من قبل المساهمين القدامى، وتتداول هذه الشهادات في بورصة الأوراق المالية كباقي الأوراق المالية الأخرى، كما يتمتع حملتها –إلى جانب المساهمين القدامى- بالأولوية في الإكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الإستثمار، إضافة إلى ذلك ففي حالة قيام الشركة بتوزيع أسهم مجانية على المساهمين، فإنه يجب على الشركة أن تصدر أيضا شهادات إستثمار جديدة وتوزعها على حملة الشهادات كل حسب ما يمتلكه من الشهادات القديمة.

الفصل الرابع: الأوراق المالية المتداولة في أسواق العمليات الآجلة (عقود المشتقات Derivative contracts)

I- المشتقات المالية والمتعاملون بها

يقوم المهندسون الماليون باستحداث أنواع جديدة من الأوراق المالية التي تلبي إحتياجات المستثمرين ورغباتهم اللامتناهية، وتسمى هذه الأوراق الجديدة بـ "عقود المشتقات"، واشتقت هذه التسمية من كون قيمة هذه الأوراق تشتق من قيمة مرجعية كقيمة السهم أو السند مثلا، وبدأ استعمال المشتقات منذ بداية السبعينات من القرن الماضي، وتطور استخدامها بمرور الزمن حتى أصبحت هناك أسواق خاصة بها، ويهدف استعمال هذه المشتقات إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات قيم الكثير من الأصول، كما تستخدم كذلك لغرض المضاربة.

❶- تعريف المشتقات المالية (Financial Derivatives)

عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل االأسهم والسندات والعملات والذهب وغيرها من السلع، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل محل العقد.

❷- المتعاملون بالمشتقات المالية وأغراضهم

ينقسم المتعاملون بالمشتقات المالية إلى ثلاث شرائح هي:

2-1- شريحة المتحوطين: رغم أن التحوط من اهم أسباب ظهور المشتقات المالية، إلا أن هذه الشريحة لم تعد تمثل إلا نسبة ضئيلة جدا من المتعاملين بها، ويتمثل الهدف الرئيسي للمتحوطين في تفادي أو التقليل من الخسائر، فهم يقومون بنقل المخاطرة غيرهم.

2-2- شريحة التجار

2-3- شريحة المضاربين: والفرق بين التجار والمضاربين، هو أن التاجر يتخذ مراكز للبيع والشراء طويلة، بخلاف المضارب الذي يتخذ مراكز قصيرة قد تكون لدقائق فقط، والهدف الأساسي لكل من التاجر والمضارب هو تحقيق الربح، وهم بذلك يقبلون تحمل المخاطرة.

II- أنواع عقود المشتقات

تنقسم عقود المشتقات إلى:

❶- عقود الخيار (Options)

1-1- تعريف الخيارات (عقود الخيار) *

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، والملزمة لمحررها، حيث تعطي لحاملها حق خيار تنفيذ أو عدم تنفيذ صفقة شراء أو بيع مجموعة من الأصول (أوراق مالية، معادن ثمينة، أسعار الفائدة، مؤشرات البورصة، العملات الصعبة...) بسعر محدد مسبقا يسمى "سعر التنفيذ" " Execise price" وذلك قبل حلول تاريخ معين(الخيار الأمريكي) أو في تاريخ محدد (الخيار الأوروبي) يسمى "تاريخ نفاذ صلاحية العقد"، وهذا مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع لمحرر العقد على سبيل التعويض أو المكافأة، يسمى "سعر أو علاوة الخيار" "Option premium".

* كثير من الباحثين المعاصرين في الفقه يسمونها بعقود الإختيار لتمييزها عن الخيارات المعروفة في الفقه الإسلامي.

أما عن أهم محددات تلك المكافأة، وحسب القاعدة العامة فإنها تتحدد بقوى العرض والطلب في البورصة، أي بتحقق التوازن بين العرض والطلب، هذا التوازن يتأثر بمجموعة من العوامل أهمها: القيمة السوقية للأصل (الورقة المالية) محل العقد، سعر تنفيذ الخيار، تاريخ التنفيذ، التقلب في سعر الورقة المالية، مستوى أسعار الفائدة والتوزيعات النقدية التي تدفع لصاحب الورقة المالية محل الخيار.

ونشير إلى أن عقد الخيار يوفر حماية لمشتريه، حيث أن خسائره محدودة بقيمة المكافأة، أما أرباحه فغير محدودة، بل ترتفع كما يلي:

- ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية في تاريخ التنفيذ (حالة خيار الشراء).
- انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية محل العقد(حالة خيار البيع).
- تزايد تغيرات الأسعار ارتفاعا وانخفاضا (حالة الخيار المزدوج).

أما بالنسبة لمحرر الخيار فإن أرباحه محدودة بقيمة المكافأة، أما خسائره فليست محدودة بل ترتفع بارتفاع أرباح مشتري الخيار.

1-2- أطراف عقد الخيار

1-2-1- مشتري حق الخيار(Option Buyer): وهو الطرف الذي يدفع ثمن حصولة على حق الختيار.

1-2-2- بائع حق الخيار (Option Writer or Seller): وهو الطرف الذي يتلقى ثمن الإختيار من مشتري الخيار.

1-2-3- شركة وساطة (Brokerage Firm): حيث يشترك في تنفيذ كل عملية وسيطان أحدهما عن البائع وآخر عن المشتري، ويؤدي كل وسيط دوره كوكيل في تنفيذ الأمر الصادر إليه من عميله.

1-3- أنواع الخيارات

تنقسم عقود الخيار وفقا لمجموعة من الإعتبارات إلى عدة أنواع هي:

1-3-1- من حيث تاريخ التنفيذ:

وفقا لهذا المعيار نميز بين الخيار الأمريكي والخيار الأوروبي:

أ- الخيار الأمريكي (American Option)

هو عقد يسمح لمشتريه بأن يمارس حقه في تنفيذ الخيار في أي وقت خلال سريان العقد، أي في الفترة الممتدة من تاريخ إبرام العقد إلى غاية تاريخ استحقاق العقد، وعمليا فنادرا ما يلجأ مشتري الخيار إلى تنفيذه قبل آخر يوم من صلاحيته، لأنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف آخر، وبمبلغ أكبر من المبلغ الذي يحصل عليه لو نفذ العقد.

ب- الخيار الأوروبي (European Option)

في هذا النوع من الخيارات لا يمكن لمشتريها تنفيذها إلا في تاريخ استحقاقها. وواضح أن الخيار الأمريكي أكثر مرونة من الخيار الأوروبي فيما يتعلق بحرية تنفيذه في أي وقت يشاء صاحبه، وهذا ما يجعل مكافأة النوع الأول أكبر.

ج- الخيار الآسيوي (Asian Option)

يذكر بأن هذا النوع هو من أكثر أنواع الخيارات تعقيدا، ويعرف بأنه"عقد لا يتم فيه التقابض (التسوية النهائية) وفقا لسعر الأصل محل التعاقد في أي وقت خلال مدة العقد، ولكن وفقا للمتوسط الحسابي لسعر الأصل طوال مدة العقد".

وتجدر الإشارة إلى أن الخيار الآسيوي ذكره بعض الباحثين ضمن أنواع الخيارات التي يتم التعامل بها خارج الأسواق المنظمة، هذا ويبقى الخياران الأمريكي والأوروبي هما الأكثر شيوعا وانتشارا.

1-3-2- من حيث نوع الصفقة

تنقسم عقود الخيار حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أنواع هي: خيار الشراء، خيار البيع، الخيار المزدوج.

أ- خيار الشراء أو النداء(Call option)

هو اتفاق أو عقد يعطي الحق- وليس الإلزام- لمشتري الخيار في شراء عدد معين[*] من الأصول (كالأوراق مالية) في أو قبل تاريخ معين، وبسعر متفق عليه مسبقا، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد، ويكون ثمن العقد (سعر الخيار أو المكافأة) ثمنا رمزيا.

فالمستثمر الذي يتوقع ارتفاع القيمة السوقية للأصل(ورقة مالية مثلا) الذي يرغب في شرائه في المستقبل، ومن أجل تجنب مخاطر هذا الإرتفاع يتعاقد مع طرف ثاني يكون مستعدا لبيع تلك الورقة المالية خلال نفس الفترة بالسعر الجاري، مقابل مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحرر الخيار، ويبقى يراقب الأسعار، فإذا ارتفعت القيمة السوقي للورقة المالية في أو قبل تاريخ الإستحقاق(إذا كان الخيار أمريكيا)، أو في تاريخ الإستحقاق تحديدا(إذا كان الخيار أوروبيا)، حينئذ سيطلب مشتري الخيار تنفيذ العقد، ويحقق بذلك ربحا صافيا يتمثل في: (القيمة السوقية للورقة المالية - سعر التنفيذ- قيمة المكافأة التي دفعها لمحرر العقد).

---

* لما يكون الأصل محل العقد أسهم فعادة ما يكون 100سهم للعقد (للخيار) الواحد.

ونود أن نشير إلى أنه –في الغالب- بدلا من أن يتم دفع قيمة التنفيذ واستلام الأوراق المالية، يقوم المحرر بدفع الفرق بين القيمة السوقية وسعر التنفيذ المتفق عليه لمشتري الخيار وينتهي العقد، وذلك في حالة ما إذا ارتفعت القيمة السوقية في تاريخ التنفيذ .

اما إذا ارتفعت القيمة السوقية للورقة المالية محل العقد قبل تاريخ التنفيذ فغالبا ما لا يلجأ صاحب الخيار إلى تنفيذه في ذلك التاريخ، بل ينتظر حتى آخر يوم من فترة التنفيذ، ذلك لأن التنفيذ الفوري للخيار يحقق ربحا إجماليا (قبل خصم المكافأة) لصاحبه يتمثل في القيمة الذاتية (أو الحقيقية أو الحالية) للخيار والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للورقة المالية وسعر التنفيذ، في حين أنه في الغالب تكون القيمة السوقية للخيار أكبر من قيمته الذاتية، إذ أنه طالما لا زال في فترة صلاحية العقد بقية (القيمة الزمنية)، فإن حدوث ارتفاعات في القيمة السوقية للورقة المالية أمرا لا زال ممكنا، وبالتالي الأفضل لمشتري الخيار بيعه في السوق، بدلا من تنفيذه قبل انتهاء الصلاحية، ولأجل كل ذلك يقال عادة "أن الخيار الأمريكي حيا (أي قيمته السوقية) أكبر من قيمته ميتا (أي قيمته الذاتية في حالة التنفيذ)، حيث أن:

الفيمة السوقية للخيار الأمريكي= القيمة الذاتية + القيمة

وهذا التحليل ينطبق على خيار البيع كذلك، مع مراعاة الإختلافات بين خيار الشراء وخيار البيع.

ويوصف خيار الشراء بأنه داخل النقود(In the money) أي له قيمة حقيقية لما يكون سعر الأصل محل العقد عند التنفيذ أعلى من سعر التنفيذ، وأنه خارج النقود(Out the money) في حالة سعر الأصل أقل من سعر التنفيذ، أما بالنسبة لخيار البيع فعكس الحالتين السابقتين تماما، ويوصف الخيار(خيار بيع أو خيار شراء) بأنه على النقود(At the money) عندما يتساوى السعرين.

ب- خيار البيع أو الطرح(Put option)

هو عقد بين طرفين يمنح بموجبه الطرف الأول ويسمى "بائع الخيار" للطرف الثاني ويسمى "مشتري الخيار" الحق في الإختيار في بيع أصل معين أو عدم بيعه، وذلك خلال فترة مستقبلية أو في تاريخ محدد، وبسعر يحدد مسبقا في العقد، مقابل حصول بائع الخيار على مبلغ(مكافأة) محدد من مشتري الخيار.

واضح من خلال تعريفنا لخيار البيع أنه يميل إلى شرائه أولئك الذين يتوقعون انخفاض الأسعار، بينما يراهن محرروا خيارات البيع على ارتفاع الأسعار، ففي حالة تحقق توقعات مشتري الخيار وانخفضت أسعار الأصل محل العقد(ورقة مالية)، فإنه سوف يمارس حقه في البيع لمحرر

العقد بالسعر المتفق عليه، أما في حالة ما إذا لم تتحقق توقعات مشتري الخيار وارتفعت الأسعار فسيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد ويفضل بيع تلك الأوراق المالية في السوق.

ج- الخيار المزدوج(Double option)

وهو عقد يسمح لصاحبه(مشتريه) في أو قبل تاريخ استحقاقه بشراء أو بيع عدد متفق عليه من الأوراق المالية (أو أي أصل آخر) بسعر محدد مسبقا وبتكلفة مساوية لضعف تكلفة الخيار العادي.

إذن يمكن القول أن الخيار المزدوج هو نوع من العمليات الإختيارية أين يكون لمشتري الخيار الحق في أن يتقدم لتنفيذ هذا الخيار كبائع أو كمشتري، وذلك حسب تغيرات أسعار الأصل المتفق عليه من تاريخ عقد الصفقة حتى تاريخ الإستحقاق(حالة الخيار الأمريكي) أو في تاريخ الإستحقاق(حالة الخيار الأوروبي)، وحسب ما يراه مناسبا.

ففي حالة ارتفاع الأسعار خلال تلك الفترة أو في تاريخ الإستحقاق عن السعر المتفق عليه، فإن صاحب الخيار سينفذ الخيار كمشتري ويحقق بذلك أرباحا، لأنه سوف يشتري الأصل المتفق عليه بالسعر المحدد مسبقا والذي هو طبعا أقل من السعر السائد في تاريخ التنفيذ، أما في الحالة الثانية وإذا ما انخفضت الأسعار فإن صاحب الخيار سينفذه كبائع ويحقق أرباحا كذلك، لأنه سيبيع الأصل بالسعر المتفق عليه والذي هو أكبر من السعر السائد في تاريخ التنفيذ.

فمشتري الخيار المزدوج يراهن على تغيرات الأسعار ارتفاعا وانخفاضا، بينما يراهن بائع الخيار على استقرارها نسبيا.

ونميز نوعين من الخيار المزدوج:

ج$_1$- خيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع أو الخيار المزدوج المتساوي(Straddle): وهو خيار يجمع بين خيار الشراء وخيار البيع، فيشتري المستثمر خيار شراء وخيار بيع على أسهم شركة معينة بنفس سعر وتاريخ التنفيذ، وفي حالة ارتفاع الأسعار ينفذ خيار الشراء، بينما ينفذ خيار البيع في حالة انخفاض الأسعار.

ينقسم هذا النوع من الخيارات بدوره إلى نوعين:

✓ **خيار مرجح لارتفاع الأسعار (Strap):** ينطوي على ثلاثة خيارات، إثنين للشراء وواحد للبيع، وذلك إذا ما غلب على ظن المستثمر أن الأسعار سترتفع، ولكنه غير متأكد من ذلك، فيتخوف من ان تتغير الأسعار عكس ما يتوقعه (أي بالانخفاض).

✓ **خيار مرجح لانخفاض الأسعار (Strip)**: ينطوي هو الآخر على ثلاثة خيارات، لكن في هذه الحالة إثنين للبيع وواحد للشراء، ويلجأ المستثمر لهذا النوع لما يتوقع انخفاض الأسعار وغلب على ظنه ذلك، غير أنه غير متأكد من ذلك، أي يبقى احتمال انخفاض الأسعار أمرا مطروحا.

ج$_2$-خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع (Strangle): يشبه هذا النوع النوع السابق من جميع الوجوه، إلا أنه يختلف عنه في شيء واحد وهو كون سعر الشراء يختلف عن سعر البيع، حيث يحدد سعر شراء أكبر وسعر بيع أصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد.

1-3-3- من حيث ملكية الأصل محل العقد

نميز وفقا لذلك بين الخيار المغطى والخيار غير المغطى:

أ- الخيار المغطى (Covered Option)

يوصف الخيار بأنه مغطى لما يكون لدى محرره رصيدا كافيا من الأصل محل التعاقد للوفاء بالتزاماته في حالة قيام مشتري الخيار بتنفيذ العقد، وهذا في حالة خيار الشراء، أما في حالة خيار البيع فلوصف الخيار بأنه مغطى يجب امتلاك محرر الخيار السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة قيام مشتري الخيار بالتنفيذ، ولابد من امتلاك محرر الخيار للإثنين في حالة الخيار المزدوج.

ب- الخيار غير المغطى (Naked Option)

وهو عكس النوع السابق، حيث لا يملك محرر الخيار لا الأصل محل العقد في حالة خيار الشراء ولا السيولة في حالة خيار البيع.

1-3-4- من حيث الأصل محل الخيار

تنقسم الخيارات سواء كانت خيار بيع أو شراء، أو مزدوج، تبعا للأصل الذي يقع عليه الخيار إلى:

أ- خيار محله الأوراق المالية

ب- خيار محله السلع

ج- خيار محله العملات

د- خيار محله مؤشرات الأسهم

ه- خيار محله أسعار الفائدة (Interest rate option)

و- خيار محله عقد مستقبلي، ويسمى "عقد الخيار المستقبلي"، وهو من **عقود مشتقات المشتقات**.

1-3-5- من حيث مضاعفة الكمية من عدمه

أ- عقد خيار بمضاعفة الكمية (Option to double)

يخول هذا الخيار لصاحبه (مشتريه) أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها في حالة تنفيذه للعقد، ونظر لارتفاع المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها محرر هذا الخيار، فان قيمة المكافأة التي يجب أن يدفعها المشتري تكون مضاعفة مقارنة بمكافأة الخيار غير المضاعف، و ينقسم عقد الخيار المضاعف إلى نوعين:

- حق **شراء** الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها (وذلك في حالة خيار الشراء).
- حق **بيع** الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها (وذلك في حالة خيار البيع).

ب- عقد خيار دون مضاعفة الكمية

في هذا النوع من الخيارات ليس لصاحبه حق مضاعفة الكمية المشتراة ولا الكمية المباعة.

وفي الأخير نود الإشارة إلى **نوع من الأوراق المالية المتداولة في أسوق الخيارات وغير المعروفة** لدى كثير من المستثمرين، **وهي:**

✓ **صكوك (Warrants) الشراء اللاحقة لأسهم المنشأة:** تسمى أيضا بحقوق الشراء الإختيارية التي تصدرها الشركات، ويعرف هذا الصك بأنه حق اختيار يعطي لصاحبه حق الإكتتاب خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقا (سعر التنفيذ) في أسهم الشركة التي أصدرته سواء في فرع من الفروع أو في الشركة الأم، أي أن الصك عبارة عن شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر من الأسهم العادية حسب رغبته، ولإتمام ذلك يجب على حامل هذه الشهادة التخلي عنها للشركة المصدرة قبل تاريخ محدد ودفع مبلغ من النقود.

أما فيما يتعلق بسعر تنفيذ هذه الصكوك فيمكن أن يكون ثابتا، كما يمكن أن يكون للمنشأة حق تغييره في أي وقت شاءت، وهذه الصكوك تشبه في جوهرها خيار الشراء إلا أنها تختلف عنه في أن فترة التنفيذ قد تكون طويلة أو أبدية، كما أن الصك تصدره المنشأة المعنية، عكس خيار الشراء الذي قد يحرره طرف ليس له أي علاقة بالمنشأة، بل قد لا يكون يملك الورقة التي تعاقد على بيعها، هذا ويمكن لشهادة الصك أن تبين عدد الصكوك المقابلة لسهم واحد، أو عدد الأسهم المقابلة لصك واحد، وغالبا ما يكون الصك يقابل سهما واحدا.

❷- العقودالمستقبلية والعقود الآجلة (Future and Forward Contracts)

2-1- العقود المستقبلية (Future Contracts)

2-1-1- تعريف العقود المستقبلية

العقد المستقبلي عبارة عن اتفاق بين طرفين هما البائع(ويسمى صاحب المركز القصير) والمشتري (ويسمى صاحب المركز الطويل)، يقضي بتسليم البائع أصلا سواء سلعة أو أصل مالي (كورقة مالية، مؤشر بورصة، عملات...)،في تاريخ لاحق، بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، مقابل ثمن (مبلغ)محدد يلتزم المشتري بتسليمه للبائع في نفس التاريخ، على أن يودع كل من طرفي العقد مبلغا نقديا او أوراقا مالية حكومية (يسمى الهامش المبدئي)، لدى السمسار الذي يتعامل معه.

ويعرف العقد المستقبلي كذلك بأنه عقد نمطي (Standard)[*] إلزامي إما لشراء أو لبيع أصل معين بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ مستقبلي معين، حيث يتم الإتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأصل ودفع الثمن مستقبلا، ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد –إما مبلغ نقدي أو في صورة أوراق مالية- يسمى "الهامش المبدئي" لدى السمسار الذي يتم التعامل من خلاله، وذلك حماية لهما من المشاكل التي قد تحدث لأحدهما نتيجة عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته.

والعقود المستقبلية عقود نمطية من حيث الحجم وتاريخ التسليم ونوعية الأصل المتداول.

وتخضع العقود المستقبلية للتسوية اليومية، والتي تعني المقارنة بين سعر العقد وسعر التسوية للأصل محل العقد(أي السعر في السوق الحاضرة)، حيث يتم إضافة الفرق إلى رصيد الهامش المبدئي في حساب الطرف الذي حقق ربحا (أي الطرف الذي تغيرت الأسعار لصالحه)، و خصم نفس القيمة(الفرق) من رصيد الهامش في حساب الطرف الذي مني بالخسارة.

2-1-2- أنواع العقود المستقبلية

تقسم العقود المستقبلية تبعا لنوع الأصل محل العقد إلى عدة أنواع هي:

أ- العقود المستقبلية على السلع

كما سبق وأشرنا، ليس كل السلع يمكن إبرام عقود مستقبلية عليها، بل يجب أن تتوفر في السلعة مجموعة من الشروط لكي تكون قابلة لذلك.

والعقد المستقبلي على السلع يمثل التزاما من البائع للمشتري بتسليمه كمية متفقا عليها من سلعة ما (ذهب، نفط، محصول زراعي...) بمواصفات متفق عليها، في تاريخ محدد، مقابل سعر متفق عليه يلتزم المشتري بدفعه للبائع عند الإستلام.

---

[*] النمطية (standardization): يقصد بها أن العقود المستقبلية ذات مواصفات موحدة، (حجم العقد، تاريخ التسليم أو التنفيذ، نوعية ومواصفات الأصل محل العقد، متطلبات التعامل في بورصات العقود المستقبلية، طرق ووسائل تسليم العقد...) وثابتة بحيث يسهل تداولها في البورصة، والشيء الوحيد المتغير فيها هو السعر، إذ يخضع لتفاوض طرفي العقد.

ب- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

بدأ التعامل بهذه العقود في 16 فيفري 1982م، والتعاقد على مؤشرات الأسهم في حقيقته، التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغا نقديا، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه (تاريخ التسليم)، والمبلغ المتفق عليه (سعر الشراء)، يدفعه البائع في حالة كون قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، أو يدفعه المشتري لما تكون قيمة المؤشر أقل من سعر الشراء.

وما دامت المؤشرات تقاس بالنقاط، فإنه عادة ما يضرب ذلك الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء في قيمة ثابتة تسمى المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر، غير أنها بقدر في معظم المؤشرات بـ 500.

وكما هو واضح -من خلال ماهية المؤشرات- فإنه لا وجود لأصل حقيقي معقود عليه في العقود المستقبلية على المؤشرات، لذا فإن التسوية ستكون بالضرورة نقدية، أي لا مجال للتسليم والتسلم، وهذا ما يعد من أبرز سمات هذه العقود.

ج- العقود المستقبلية على أسعار الفائدة

هي عقود مستقبلية تبرم على أوراق مالية ذات دخل ثابت، وسميت بذلك لأن أسعار تلك الأوراق تتأثر –وبصورة عكسية- بالإتجاه الحالي والمستقبلي لأسعار الفائدة، وتمثل هذه العقود إلتزاما من البائع بتسليمه للمشتري أحد أدوات المديونية –في سوق النقد أو في سوق رأس المال- مقابل قيمة جارية تقل عن القيمة الإسمية التي صدرت بها تلك الأداة.

د- العقود المستقبلية على أسعار الصرف (أو مستقبليات العملة)

هي عقود يكون محل التعاقد فيها عملات، وتمثل اتفاق بين طرفين يتم بموجبه شراء أو بيع معياري من عملة معينة مقابل عملة معينة أخرى على سعر صرف محدد، على أساس أن يتم التسليم والإستلام في تاريخ لاحق يحدد عند العاقد.

وللإشارة فإن هذه العقود كغيرها من العقود المستقبلية الأخرى نادرا جدا ما تنتهي بتسليم وتسلم العملات المتعاقد عليها، بل يقوم المتعاقدون بتصفية مراكزهم والخروج من السوق، وذلك بإبرام عقود عكسية للعقود التي أبرموها سابقا، ويتولى بيت التسوية تسوية تلك العقود نيابة عنهم.

وهناك عدة أسواق رسمية منظمة يتعامل فيها بالعقود المستقبلية على أسعار الصرف، ويعتبر سوق النقد الدولي التابع لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات على المستقبليات على العملات.

2-1-3- الفرق بين العقود المستقبلية وعقود الخيار

يمكن إبراز أهم الفروق بين العقود المستقبلية وعقود الخيار فيما يلي:

- في عقود الخيار يقع العقد على الخيار نفسه "الإلتزام من طرف البائع والحق للمشتري"، بينما محل العقود المستقبلية – في الظاهر- هو السلع أو الأوراق المالية أو العملات او غير ذلك.

- صاحب الخيار (مشتري الخيار)غير ملزم بتنفيذ العقد، وإنما الإلزام يكون في حق البائع (محرر الخيار)، أما العقود المستقبلية أو الآجلة فكلا طرفي العقد ملزمان بالتنفذ.

- يدفع مشتري الخيار مقابلا (مكافأة) لمحرر الخيار مقابل التزام هذا الأخير للمشتري.

- في العقود المستقبلية يدفع كل من طرفي العقد "هامشا مبدئيا" لغرفة المقاصة، بينما في عقود الخيار يُدفع الهامش من قبل محرر الخيار، وذلك حماية لمشتري الخيار من مخاطر عدم وفاء المحرر بالتزاماته، أما مشتري الخيار فليس بحاجة لدفع أي هامش، لأنه قد دفع مكافأة (قيمة) الخيار عند التعاقد، ولأنه ليس ملزما بتنفيذ العقد.

- تتميز عقود الخيار بالمرونة، وهذا ما لا يوجد في العقود المستقبلية والآجلة، فعقود الخيار تستخدم بغرض التحوط ضد مخاطر تغير الأسعار في غير صالح صاحبها(مشتريها)، والإستفادة في نفس الوقت من تغير الأسعار في صالحه، فإذا تغيرت الأسعار في غير صالحه سيقوم بتنفيذ العقد، ولو كانت الأسعار في صالحه فسوف لن ينفذ العقد، عكس العقود المستقبلية أو الآجلة التي ليس للمتعاقد فيهما الجمع بين التحوط من مخاطر تغيرات الأسعار، والإستفادة من اتجهت الأسعار في غير صالحه في ذات الوقت.

- أرباح أو خسائر طرفي عقد لخيار تكون محددة، فارباح محرر الخيار محددة في قيمة العقد، وخسائره غير محددة، والعكس باللنسبة لمشتري الخيار، إذ تكون أرباحه غير محددة، وخسائره محددة بقيمة (مكافأة) الخيار، لكن في العقود المستقبلية تكون أرباح وخسائر الطرفين غير محددة نظرا لكون كل منهما ملزم بالتنفيذ.

2-2- العقود الآجلة أو الأمامية (Forward Contracts)

2-2-1- تعريف العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين احدهما بائع والآخر مشتري لبيع أو شراء سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد.

كما عُرف العقد الآجل بأنه اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، أما سعر وتاريخ التسوية فمن المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد ويقوم المشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقا.

2-2-2- الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

تتمثل أهم الفروق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في الآتي:

- يتم التعامل في العقود الآجلة في السوق غير الرسمية، بينما يتم التعامل في العقود المستقبلية في الأسواق الرسمية.

- العقود المستقبلية جميعها نمطية (Standardized) في بنودها وشروطها، فتطبق على كل العقود المتداولة في البورصة، ويبقى الثمن هو العنصر الوحيد المتغير في هذه العقود، بخلاف العقود الآجلة التي يتم تفصيلها وفقا لرغبات المتعاقدين.

- تخضع العقود المستقبلية للتسويات اليومية، وفقا لحركةواتجاهات الأسعار، وسعر التسوية الذي تقرره لجنة من غرفة المقاصة. اما العقود الآجلة فلا تخضع للتسويات اليومية – وإن كان هناك من يرى بأنها قد تخضع للتسوية اليومية وقد لا تخضع، وذلك يتوقف على رغبة ططرفي العقد.

- معظم العقود المستقبلية تنفذ عن طريق التسوية النقدية، أي لا يتم التسليم الفعلي للأصل محل العقد، بل يسلم فارق السعر فقط، عكس العقود الآجلة التي تنفذ من خلال التسليم الفعلي .

- في العقود المستقبلية يلتزم طرفا العقد بإيداع تأمين ابتدائي (**هامش مبدءي**) لدى غرفة المقاصة، والتي تقوم بدور الوسيط والضامن لكل عملية تجري داخل البورصة، إضافة إلى ذلك يودع طرفا العقد **هامش صيانة** بغرض المحافظة على الهامش المبدءي لحساب العقد المستقبلي، وهذا كله غير موجود في العقود الآجلة.

- يمكن ان يتعرض طرفا العقد الآجل لمخاطرة الإئتمان، وذلك في حالة امتناع أو عجز أحد الطرفين عن الوفاء بالتزاماته، بينما في العقود المستقبلية لا يتعرض طرفا العقد لذلك، وذلك بسبب تذخل غرفة المقاصة، إذ وفي حالة عجز طرف عن الوفاء بالتزاماته يقوم السمسار بإقفال مركزه عن طريق عقد صفقة عكسية، ثم يقوم بخصم أية التزامات مالية من الهامش المبدءي للطرف العاجز.

- العقود الآجلة تظل حتى تاريخ الإستحقاق، بينما العقود المستقبلية يمكن إقفالها قبل تاريخ الإستحقاق وذلك بإبرام عقد عكسي.

- بالنسبة للعقود الاجلة والعقود المستقبلية على العملات، يمكن أن تبرم العقود الآجلة على أية عملة، أما العقود المستقبلية فتقتصر على العملات الرئيسية فقط.

❸- عقود المبادلات (Swaps Contracts)

3-1- تعريف عقود المبادلات

عقود المبادلات هي أحد أنواع المشتقات المالية، -وإن كان بعض الباحثين يرون أنها لا تدخل في المشتقات المالية*-، ويتم التعامل بعقود المبادلات في الأسواق غير المنظمة، ولذا فهي لا تخضع لشروط نمطية معينة، بل يمكن لكل من طرفي العقد إملاء الشروط التي تلائمه.

وتعرف عقود المبادلة بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية (المدفوعات/ المقبوضات) المترتبة على كل/ لكل منهما، خلال فترة لاحقة، ودون إجراء أي تبادل في طبيعة الإلتزام أو الأصل، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، سداسية، سنوية...).

ويعرف عقد المبادلة أيضا بأنه التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو أصل معين (كالعملات والسلع)، مقابل تدفق أو أصل آخر، بموجب شروط يُتفق عليها عند التعاقد

وبخلاف عقد الخيار فإن عقد المبادلة ملزم لطرفيه (أطرافه)، كما أنه وبخلاف العقد المستقبلي الذي تسوى متحصلاته أو مدفوعاته- نتيجة تغيرات الأسعار- يوميا، فضلا عن عدم تسويتها يوميا بل تسوى دفعة واحدة عند تاريخ التنفيذ، بل تسوى في العقد العقد الآجل عبر سلسلة من المدفوعات أو المتحصلات، فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

3-2- أنواع عقود المبادلات

توجد عدة أنواع لعقود المبادلات، هي: مبادلة أسعار الفائدة، مبادلة العملات، مبادلة السلع، مبادلة معدل عوائد الأسهم، إلا أن أهم نوعين رئيسيين هما: مبادلات أسعار الفائدة ومبادلة العملات، إلى درجة أن يعض الباحثين يكتفي عند ذكر أنواع عقود المبادلات بذكر هذين النوعين فقط، وفيما يلي بيان تلك الأنواع:

3-2-1- مبادلة أسعار الفائدة (Interest rate swap)

تعرف بأنها اتفاق بين طرفين يتعهدان بتبادل التزامات مدفوعات الفائدة بينهما، حيث يكون أحد الطرفين يواجه التزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة ثابت، ويواجه الطرف الآخر إلتزامات بأداء مدفوعات الفائدة على أداة دين تحمل سعر فائدة متغير، ويسري التبادل على امتداد المتفق عليها في العقد.

يلاحظ على هذا التعريف أنه لم يشمل جميع أنواع مبادلات أسعار الفائدة، حيث يمكن أن موضوع العقد هو مبادلة مقبوضات أسعار فائدة ثابتة، بمقبوضات سعر فائدة متغيرة،إضافة إلى ذلك

* ذلك لان عقود المشتقات أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء الأصول محل التعاقد، فالعقد الآجل مثلا الذي يتيح لأحد طرفيه ان يبيع 100سهم (س) خلال شهرين، فإن قيمة العقد تعتمد على تغيرات سعر الأصل محل العقد، فإذا ما ارتفع سعر ذلك السهم خلال شهر واحد، فإن قيمة العقد سترتفع بالمقابل، وبإمكان صاحبه أن ينقل حقوقه لغيره ببيع العقد، ولذلك توصف تلك العقود بانها عقود مشتقة، لأنها تعتمد على أصل آخر (وهو الأصل محل العقد) تشتق قيمتها منه، والأمر ليس كذلك بالنسبة لعقود المبادلات.

فإنه في بعض صور هذا العقد تكون الفائدتان المتبادلتان متغيرتين، إلا أن إحداهما تكون مرتبطة بسعر الليبور (**LIBOR***)، والأخرى وفقا لسعر متغير متفق عليه.

وعليه نعرف عقود مبادلات أسعار الفائدة بأنها اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة إلتزامات اداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية، بطريقة يستفيد منها جميع أطراف العقد.

إنطلاقا مما سبق، يمكن تقسيم مبادلات أسعار الفائدة إلى:

أ- مبادلة المدفوعات

ب- مبادلة المقبوضات

3-2-2- مبادلة العملات(Currencies Swap)

عقود مبادلة العملات هي اتفاق بين طرفين، يتضمن عمليتين، عملية شراء/ بيع عملة معينة، مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بالسعر الآني (Spot)، بين العملتين، وعملية بيع/ شراء على أساس التسليم الآجل وبسعر آجل (Forward) يتفق عليه مسبقا، ويتم تحديده على أساس فروق أسعار الفائدة على القروض والودائع بين العملتين.

وتعرف أيضا بانها اتفاق بين طرفين، لشراء مبالغ محددة من العملات الأجنبية، من بعضهما البعض، حسب حسب الأسعار الآنية، وبيع نفس المبالغ المحددة في تاريخ لاحق، على أساس الأسعار الآجلة، والتي تحدد مسبقا.

3-2-3- مبادلة السلع

تعني قيام أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد على أساس السعر الآني (السائد)، ويسدد الثمن فورا، ثم يعيد بيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا على أساس سعر آجل يُتفق عليه مسبقا، ويتم سداد الثمن على فترات تُحدد مسبقا هي الأخرى.

ويتحدد السعر الآجل، إما على أساس سعر الشراء، مضافا إليه متوسط (معدل) التغير في سعر السلعة في كل فترة من فترات السداد، أو على أساس سعر الشراء، مضافا إليه معدل العائد لعملة ما (كسعر الليبور على الدولار الأمريكي مثلا)، لنفس اجل العملية، على مبلغ يعادل سعر الشراء.

* **LIBOR**:**L**ondon **I**nter **B**ank **O**ffered **R**ate

الجدير بالذكر أن هذه العمليات، وإن كان يترتب عليها التزام كل طرف بدفع المستحقات المترتبة عليه، إلا أنها لا تتضمن تبادلا فعليا للسلع محل التعاقد.

هذا ويفيد بعض الباحثين أن أغلب عقود مبادلات السلع تتعلق بزيت البترول.

3-2-4- مبادلة عوائد الأسهم

يقصد بعقد مبادلة عوائد الأسهم بأنه اتفاق بين طرفين علة المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد سهم معين أو مجموعة من الأسهم، بمعدل عائد سهم أو أصل مالي آخر.

فالمبادلة هنا لا تتم على نفس الأسهم، وإنما تتم بين معدل عائد سهم معين أو مجموعة أسهم، وبين معدل عائد سهم آخر أو مجموعة من الأسهم لمتداولة في سوق ما،أو بين معدل عائد سهم معين، وبين سعر الفائدة السائد في تاريخ محدد.

الفصل الخامس: الأوامر وأنظمة التسعير فى بورصة الأوراق المالية

I- أوامر البورصة أو السوق (Market Orders)

إن التعامل في البورصة لابد أن يتم عن طريق الوسطاء أو مندوبيهم، ولا يمكن لغيرهم عقد عمليات بيع أو شراء داخل البورصة، فعلى من يرغب في بيع أو شراء أوراق مالية معينة أن يتوجه(*) إلى أحد وسطاء البورصة المرخص لهم، لتفويضه في البيع والشراء.

* هناك طريقتان لذلك:

1- تعريف أمر البورصة

أمر البورصة هو التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية والمنتوجات المتداولة بصفة عامة، ويتطلب هذا التفويض تحرير أمر كتابي(**) يحتوي على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط، كما يمكن تعريف أمر البورصة بأنه الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط طالبا منه ومفوضا إياه تنفيذ عملية بيع أو شراء ورقة مالية وفقا للشروط التي يحددها العميل.

2- شروط أمر البورصة

ويجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، ويحصل ذلك الوضوح ببيان مجموعة من المعلومات هي:

- تاريخ إصدار الأمر،
- طبيعة العملية: بيع أو شراء،
- إسم ونوع الورقة المالية المراد التعامل بها،
- كمية الأوراق المالية التي يرغب بيعها أو شراؤها،
- شروط السعر الذي يرغب التعامل به، محدد، بالسعر الأفضل...،
- مدة صلاحية الأمر،
- سوق التداول: فوري، آجل، خيارات، مستقبليات...

ونظرا لكون الوسيط مسؤولا عن تنفيذ الأمر فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر التي أصدرها، ففي حالة البيع تكون هذه الضمانات هي الأوراق المالية موضوع العقد، أما في حالة الشراء تكون التغطية عن طريق مبلغ مالي يدفعه العميل إلى الوسيط.

3- إجراءات إصدار أمر البورصة

تختلف إجراءات إصدار أوامر البورصة من بورصة إلى أخرى، وفيما يلي الإجراءات المتبعة مثلا في سوق الأسهم السعودي، حيث عند حضور المستثمر إلى مكتب الوسيط يقوم بـ:

- البنك: يتوجه المستثمر إلى البنك الذي يريد التعامل معه، ويصدر إليه أمر بشراء الأوراق المالية التي يرغب في استثمار أمواله فيها، فيقوم البنك بكافة الإجراءات اللازمة بالنيابة عن العميل، وفي حدود التعليمات التي أعطاه إياها.
- الوسيط أو السمسار: يتصل المستثمر بأحد وسطاء عمليات البورصة ويقدم له أمرا يتضمن تعليمات تخص عملية الإستثمار التي يرغب في القيام بها في البورصة.

** يمكن أن يكون الأمر شفهيا أو بالهاتف إذا كان المستثمر معروفا لدى الوسيط.

- تعبئة نموذج بيانات المستثمر، الذي يتضمن: اسم المستثمر، جنسيته، نوع هويته ورقمها، عنوانه، مع إرفاق صورة من بطاقة الهوية، ثم تدخل هذه البيانات في النظام الآلي للتداول، وهذا الإجراء خاص بالمستثمرين الذين يتعاملون لأول مرة من خلال نظام التداول الآلي.
- تعبئة نموذج أمر البيع أو أمر الشراء، والذي يتضمن المعلومات السالفة الذكر المتعلقة بالعملية (السعر، نوع الورقة، ...)، وتوقيع المستثمر على النموذج.
- تسليم شهادات الأسهم(الأوراق المالية) في حالة أمر البيع، حيث يلتزم الوسيط (البنك) بالتأكد من ملكية البائع لها، وعدم وجود أية قيود تمنع التعامل بها.
- تسليم ثمن الأسهم التي يريد شراؤها مع عمولة البنك، نقدا أو بشيك، أو عن طريق احتجاز الثمن من حساب المشتري لدى البنك الوسيط(*).

وبعد إتمام هذه الإجراءات، يقوم البنك الوسيط باتخاذ الإجراءات اللازمة لتنفيذ الأمر الصادر إليه من عميله.

وعندما يتم تنفيذ الأمر، يتلقى العميل وثيقة تسمى "إشعار بالتنفيذ"، يتضمن هذا الأخير: اسم الوسيط، اتجاه العملية(بيع أو شراء)، رقم (رمز) العميل، تاريخ تنفيذ العملية، نوع السوق(فوري، آجل، مستقبليات، خيارات)، اسم الورقة المالية، كمية الأوراق المطلوبة، المبلغ الإجمالي، تحرير قيمته، مصاريف العملية، ضريبة البورصة والمبلغ الصافي دائن أو مدين بحسب اتجاه العملية (بيع أو شراء). هذا وتتم عملية تحويل ونقل الأوراق المالية من حساب إلى حساب.

❹- إلغاء وتعديل أمر البورصة

يمكن للعميل أن يلغي الأمر أو يعدله فيما يتعلق بالسعر أو عدد الأوراق المراد التعامل بها، ويجب أن يبلغ الوسيط بقرار التعديل أو الإلغاء قبل افتتاح جلسة البورصة التي كان مزمع تنفيذ الأمر فيها، ويتم التعديل بالطرق التي تم بها تفويض الوسيط إما كتابيا أو هاتفيا، أما إذا كان الأمر الذي أدخله الوسيط إلى نظام التداول غير منفذ وأبلغه العميل بقرار تعديله أو إلغائه، فإن الوسيط لا يمكنه تعديل أو إلغاء الأوامر غير المنفذة والمدخلة إلى نظام التداول في مراحل ما قبل الإفتتاح وما بعد الإفتتاح وفي مرحلة التداول المستمر، ولا يسمح بإلغاء أية عملية تداول أثرت على تحديد سعر الإفتتاح في مختلف مجموعات التسعير.

❺- أنواع أوامر البورصة

* في بعض البورصات الأخرى كمصر والكويت والبحرين هذا الإجراء ليس إلزاميا، حيث يكفي تأكد الوسيط من قدرة المشتري على الوفاء بالثمن، على أن يكون الوسيط ضامنا له في حالة تأخر المشتري عن الوفاء به.

تنقسم أوامر البيع والشراء للأوراق المالية إلى أنواع عدة، وذلك وفقا لاعتبارات مختلفة، ومن أهم تلك الأوامر شيوعا في الأسواق المالية نذكر ما يلي:

5-1- أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر من عدمه

وتنقسم إلى أوامر محددة لسعر التنفيذ وأوامر غير محددة لسعر التنفيذ.

5-1-1- الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ:

وتنقسم إلى :

أ- أوامر بالسعر الأفضل

لا يحمل هذا الأمر أي تعليمة فيما يتعلق بالسعر، حيث لا يحدد المستثمر لا السعر الأعلى للشراء ولا السعر الأدنى للبيع، بل ينفذ الأمر بأفضل سعر ممكن في السوق، وله الأولوية في التنفيذ. وعليه يتم تنفيذ هذا الأمر بصورة كلية بأول سعر يتحدد في البورصة، إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا سلم أثناء حصة التداول فإنه ينفذ بالسعر السائد لحظة تسليمه، وييستعمل هذا النوع من الأوامر بصفة خاصة في حالة الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت(*)، كما يمكن تنفيذ هذا الأمر جزئيا إذا لم يجد الوسيط العدد الكامل من الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة التي يرغب هو في شرائها أو في بيعها، مما يتطلب تخفيض العرض أو الطلب بعد موافقة سلطات البورصة.

ب- أوامر بسعر السوق(Market order)

وهي من أكثر الأوامر شيوعا، وفيه يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجري التعامل به(يجب على الوسيط أن يجتهد لتنفيذ الأمر بأفضل الأسعار)، وهذا الأمر لا يحمل هو الآخر أي سعر محدد، لذلك فهو ينفذ في دقائق معدودة.

والفرق بين هذا النوع من الأوامر والنوع السابق هو إمكانية التنفيذ الجزئي لهذه الأوامر على مدى فترة التداول في البورصة دون القيام بتخفيض العرض أو الطلب والرجوع إلى سلطات البورصة، كما أن هذا النوع من الأوامر يستعمل عادة في حالة الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر**.

* **التسجيل الثابت(Cotation par fixing):** التسجيل الثابت كطريقة لتحديد الأسعار يعني جمع أوامر البيع وأوامر الشراء الخاصة بورقة معينة في حصة تداول أو في لحظة ما ومقابلتها لتحديد السعر التوازني.

** **التسجيل المستمر(Cotation en continu)**: وفقا لهذه الطريقة يتحدد السعر التوازني لكل ورقة مالية في أي لحظة من لحظات فترة التداول تبعا لأوامر البيع والشراء التي ترد إلى السوق في أي لحظة، لذلك نجد أن سلطات البورصة تنشر عدة أسعار بالنسبة للورقة الواحدة عند نهاية فترة التداول في البورصة، وهي: سعر الإفتتاح، سعر الإقفال، أعلى سعر وأدنى سعر سجلا.

وواضح أن من أهم مزايا هذين النوعين من الأوامر هو السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم سلبياته فهي عدم معرفة المستثمر مسبقا السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إتمام الصفقة وإشعاره من طرف العميل، وعليه تقبل السعر السائد في السوق.

5-1-2- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

ويقصد بها تلك الأوامر التي يكون السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتنقسم إلى:

أ- الأوامر المحددة للسعر(Limit orders)

وهنا يحدد المستثمر حدا معينا للسعر الذي يجب البيع أو الشراء به، فيحدد السعر الأدنى في حالة أمر البيع ويحدد السعر الأعلى في حالة أمر الشراء، فلا يحق للسمسار تنفيذ الصفقة (بيع أو شراء) قبل بلوغ سعر الورقة المالية السعر المحدد من طرف العميل(*) (السعر الأدنى، أو السعر الأعلى)، ويصبح الأمر نافذا وعلى السمسار تنفيذه، ويتحمل مسؤوليته إذا لم ينفذه.

ب- أوامر الإيقاف(Stop orders)

وهي الأوامر التي يتوقف تنفيذها على وصول الأسعار في السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر، أو أعلى منه في حالة الشراء، أو أقل منه في حالة البيع، فعلى الوسيط إذا بلغت الأسعار في السوق السعر المحدد أن يبادر إلى تنفيذ الصفقة بأفضل سعر ممكن، حتى وإن تجاوزت السعر المحدد إرتفاعا في حالة الشراء، أو نزلت عنه في حالة البيع.

فمصدر أمر الإيقاف الخاص بالبيع يتوقع انخفاضا في السعر بينما يتوقع مصدر أمر الإيقاف الخاص بالشراء ارتفاعا في السعر، فيصدر هذا الأمر إما محافظة على ربح متحقق، أو تقليلا من خسارة قد تحدث.

فمثلا في حالة أمر البيع، وعندما يكون الهدف هو المحافظة على ربح متحقق، نفترض أن لدى مستثمر أسهما اشتراها في السابق بـ 200دج، والآن بلغ سعرها السوقي 250دج، يكون هذا المستثمر قد حقق بذلك ربحا قدره 50دج عن السهم الواحد، وأنه يتوقع انخفاض سعر أسهمه في السوق، فيصدر إلى وسيطه أمر إيقاف خاص بالبيع بالصيغة التالية: "بع إذا انخفض السعر السوقي للسهم إلى 240دج"، فطالما لم ينخفض سعر السهم إلى السع المحدد(240دج) لا يحق للسمسار تنفيذ الأمر، أما عند بلوغ السعر السوقي للسهم السعر المحدد من طرف المستثمر يبادر السمسار إلى تنفيذ الأمر ببيع

* أما الدكتور منير إبراهيم هندي فيرى بأنه على السمسار تنفيذ أمر الشراء عندما يبلغ سعر الورقة المالية في السوق السعر المحدد أو أقل منه، أو أعلى منه في حالة أمر البيع.(الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص127).

الأسهم بذلك السعر أو أي سعر أقل منه يمكن اللحاق به، وبذلك يكون المستثمر قد احتفظ بجزء من الربح دون تضييعه كله. كما قد يكون هدف المستثمر من إصدار أمر الإيقاف هو التقليل من الخسارة، فيصدر أمرا للوسيط ببيع الأسهم لما يصل سعرها في السوق إلى 190دج، وعليه لا يحق للوسيط أن يبيع إلا ببلوغ الأسعار السعر المحدد، عندها يبادر إلى بيع الأسهم بالسعر المحدد أو بأي سعر أقل منه، وذلك تقليلا للخسارة.

أما في حالة أمر الشراء، فنفترض أن مستثمرا يريد شراء أسهم شركة ما في المستقبل لما تنخفض أسعارها ، وأن سعرها الحالي في السوق 200دج، غير أنه متخوف من إمكانية ارتفاع سعرها في السوق، فهنا يصدر أمرا للوسيط كما يلي: "اشتر إذا ارتفع السعر السوقي للسهم إلى 210دج"، فلا ينفذ السمسار هذا الأمر إلا بوصول سعر السهم السوقي السعر المحدد(210دج)، إذ يجب عليه أن يبادر حينئذ بالشراء بأفضل سعر ممكن سواء كان بالسع المحدد أو بأعلى منه.

ونشير إلى أن أمر الإيقاف يصبح أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد بلوغ السعر السوقي للورقة المالية السعر الذي حدده المستثمر، أو تجاوزه في حالة الشراء، أو انخفض عنه في حالة البيع، وذلك في حالة التسجيل الثابت، أما في حالة التسجيل المستمر فيتحول أمر الإيقاف إلى أمر بسعر السوق.

ج- أوامر الإيقاف المحددة(Stop limit orders)

تعتبر هذه الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف التي سبق تناولها، حيث تعالج أوامر الإيقاف المحددة مشكلة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به أوامر الإيقاف، ويصاغ أمر الإيقاف المحدد بتحديد المستثمر حدا أدنى لسعر البيع، وحدا أعلى لسعر الشراء، ولا يتم تنفيذ الأمر إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، أي أكبر من الحد الأدنى في حالة البيع، وأقل من الحد الأعلى في حالة الشراء.

فإذا افترضنا مثلا أن مستثمرا يملك 500سهما اشتراها بـ 100دج للسهم الواحد، ويتخوف من انخفاض سعرها في السوق، فسيقوم بإصدار أمر إيقاف محدد لبيع تلك الأسهم وفق الصيغة التالية: "بع500سهم عند 95دج إيقاف، 90دج تحديد"، فعلى الوسيط أن يبدأ في تنفيذ الصفقة عند وصول السعر إلى 95دج وأن ينفذ الأمر حتى وإن بلغ السعر 90دج، لكن لا يبيع إذا انخفض السعر إلى أقل من ذلك. كما قد يتوقع ارتفاع سعر ورقة مالية يرغب في شرائها فيحرر للوسيط أمر شراء كما يلي:"اشتر 500سهم عند 90دج إيقاف، 95دج تحديد"، على افتراض أن السعر الحالي للسهم هو

80دج مثلا، فعلى الوسيط أن يبدأ التنفيذ عند بلوغ السعر 90دج، وأن ينفذ حتى وإن بلغ 95دج، على أن لا ينفذ إذا ارتفع السعر إلى أعلى من ذلك.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من الأوامر التي ذكرناها وفقا لتحديد السعر من عدمه، هناك أنواع أخرى نذكر منها: أوامر بسعر الإفتتاح(بالسعر الأول) أو بسعر الإقفال(بالسعر الأخير)، الأمر بالسعر التقريبي، ...إلخ.

2-5- أنواع الأوامر من حيث وقت التنفيذ:

وتضم تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدمه، وتنقسم تبعا لذلك إلى:

أ- أوامر محددة بيوم أو أسبوع أو شهر

فالأمر المحدد بيوم(Day order) هو الأمر الذي يظل ساري المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدر فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم، وبالنسبة للأمر المحدد بأسبوع(Week order) فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فية، وكذلك الحال بالنسبة للأمر المحدد بشهر(Month order).

ب- الأمر المفتوح(Open order)

هو أمر يتم التعامل به طالما لم يتم تنفيذه أو إلغاؤه، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، ووفقا لذلك يبقى الأمر ساريا إلى غاية تنفيذه أو تقرير المستثمر إلغائه.

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

وفيها يحدد الأمر سعر معين خلال فترة زمنية معينة أو مفتوحة، ونميز وفقا لذلك نوعين من الأوامر هما:

ج$_1$- الأوامر المحدد للسعر خلال فترة معينة: ويقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معينا للتنفيذ، مع اشتراط تنفيذ الصفقة خلال فترة زمنية معينة (يوم ، أسبوع، شهر...).

ج$_2$- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: وهي أوامر لا تحدد لها فترة زمنية معينة لتنفيذها، مع اشتراط تنفيذ الصفقة بوصول سعر السوق إلى السعر الذي يحددة المستثمر أو سعر أفضل منه.

3-5- أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية:

وتنقسم إلى:

أ- الأمر بشرط"الكل أو لا شيء (All or none)

وبموجبه يشترط العميل على الوسيط تنفيذ الأمر كله وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في الصفقة، فهذا الامر لا يمكن تنفيذه إلا إذا توفرت في البورصة كمية الأوراق المطلوبة أو المعروضة.

ب- الأمر بشرط" عدد من الأوراق في كل حصة"

يستخدم هذا الأمر في حالة رغبة المستثمر تنفيذ الصفقة على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية من جهة، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة ثانية، لذلك يحدد عدد الأوراق المالية الواجب تداولها في كل حصة.

ج- الأمر بشرط" عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص

على عكس الأمر السابق فإن هذا الأمر لا يحدد العدد الواجب تبادله في كل حصة، بل يحدد عدد الأوراق المالية التي يجب على الوسيط تداوله خلال عدد من معين من الحصص، حيث يحدد المستثمر التاريخ الذي يجب على الوسيط إتمام الصفقة كلية قبله، دون تحديد عدد الأوراق في الحصة الواحدة، بل يكون ذلك حسب ظروف السوق.

4-5- أنواع أخرى من الأوامر

بالإضافة إلى أنواع الأوامر السالفة الذكر توجد العديد من الأوامر التي لا يسعنا المجال لذكرها كلها، بل نذكر منها ما يلي:

أ- أمر حسب مقتضى الأحوال أو أمر الإعتناء(Discretionary order)

وبموجبه يترك للوسيط حرية في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسبا، ونميز بين الأوامر المطلقة، أين يتمتع الوسيط بحرية اختيار نوع الورقة محل التعامل، السعر، نوع الصفقة بيعا أو شراءا، توقيت إبرام الصفقة، وبين الأوامر المقيدة، والتي تقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت وسعر التنفيذ. كما قد يكون الأمر مقيدا بمبلغ معين.

ب- الأوامر المرتبطة(Switch order)

ويقصد به أن يطلب العميل من الوسيط أن يشتري أو يبيع له أوراقا مالية من نوع معين شريطة أن يشتري أو يبيع له أوراقا مالية أخرى، وقد يحدد العميل الفرق بين سعر البيع والشراء.

II- أنظمة التسعير في بورصة الأوراق المالية

عملية تحديد الأسعار في البورصة لا تختلف عنها في الأسواق الأخرى، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب الذي مصدره أوامر البيع والشراء التي ترد إلى السوق، غير أن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول

التسعيرة، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى هذه السوق(قوى العرض والطلب)، ويتم التوصل إلى السعر التوازني لأي ورقة مالية متداولة بعدد من الطرق التي وإن اختلفت في أسلوبها فإنها تتفق في جوهرها، كالتسعير بالمناداة، بالمقارنة وبالصندوق.

❶- مفهوم التسعير في البورصة

يقصد بالتسعير في أوساط البورصة " تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم، وذلك عند بدء التعامل على سهم معين، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

❷- آليات التسعير في البورصة

1-2- مجموعة التسعير المستمر(Continuous Pricing):

تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة، وبموجب تعليمات التداول تقسم مراحل جلسة التداول لمجموعة التسعير المستمر إلى المراحل التالية:

- مرحلة ما قبل الإفتتاح
- مرحلة الإفتتاح
- مرحلة التداول المستمر
- مرحلة ما قبل الإقفال
- مرحلة الإقفال

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح لمجموعة التسعير المستمر بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيري(*) بعد كل عملية إدخال ويتم ظهوره مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة، كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير المستمر لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيري عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها ويكون سعر الإفتتاح هو آخر سعر توازن تأشيري يم عليه التنفيذ في مرحلة الإفتتاح.

وعند انتهاء مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير المستمر، يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية جلسة التداول. وفي هذه الحالة يسمح للوسطاء بإدخال وتعديل وإلغاء الأوامر وإجراء عمليات التنفيذ

* سعر التوازن التأشيري: هو ذلك السعر الذي يحقق التوازن بين الكميات المبعروضة والمطلوبة، والذي يتم احتسابه من قبل نظام التداول بعد إدخال أي أمر على الورقة المالية أو تعديله أو إلغائه.

حسب قوى العرض والطلب بالسوق وبأسلوب المزاودة المستمر، حيث تظهر جميع الأوامر المدخلة من قبل الوسيط إلى التداول على سجل أوامر الوسيط وعلى سجل أوامر الشركة حسب أفضلية الأسعار وأسبقية إدخالها ويتم إعطاؤها أرقاما متسلسلة من قبل النظام.

2-2- مجموعة التسعير الثابت(Fixed Pricing)

تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة يتم التداول فيها ويمثل آخر سعر توازن تأشيري عند الإفتتاح، وبموجب تعليمات التداول تقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت إلى المراحل التالية:

- مرحلة ما قبل الإفتتاح
- مرحلة الإفتتاح
- مرحلة مابعد الإفتتاح
- مرحلة ما قبل الإقفال
- مرحلة الإقفال

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح لمجموعة التسعير الثابت بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيري بعد كل عملية إدخال ويتم ظهورها مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة.

كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير الثابت لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيري عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها.

❸- طرق التسعير في البورصة

تتم عملية تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة على مراحل وبعدة تقنيات التي تختلف في إجراءاتها، لكنها تتفق في جوهرها، ومنها:

1-3- التسعير بالمناداة

يجتمع الوسطاء في مقصورة البورصة وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد (أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسيا في حالة البيع).

في هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين أولئك الوسطاء بالسعر المعلن، فإن انقطعت الأصوات بعد ذلك تم اعتماد هذا السعر وتدوينه على اللوحة ليكون هو السعر الرسمي، وعند ذلك تتحول الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية.

3-2- التسعير بالمقارنة

وفيها يقوم الموظف المختص صباح كل يوم بتدوين عروض البيع وطلبات الشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص، ومن خلاله تتم معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من كل ورقة، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تداول أكبر كمية ممكنة للعروض والطلبات.

3-3- التسعير بالأدراج

تتم هذه الطريقة كتابيا عكس الطريقة الأولى التي تتم شفهيا، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في التعامل بتلك الورقة حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص يها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازلت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3-4- التسعير بالصندوق

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، حيث تستخدم عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات تخرج عن التعامل العادي كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الإنحراف العادي مثلا، ويكمن جوهر هذه الطريقة في تسجيل وجمع كافة أوامر الشراء أو البيع للورقة المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة وليس في درج تابع للوسيط المتخصص –كما هو الحال في الطريقة السابقة- وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

3-5- التسعير بالمطابقة

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، بأن يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية ويأمر الأخر بشراء الكمية نفسها من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق، ويجب عليه أن يتأكد وبواسطة أحد أعضاء "نقابة السماسرة" من أنه لا يوجد عرض أكثر ملاءمة.

الفصل السادس: كفاءة سوق الأوراق المالية

I- مفهوم السوق الكفأة (Efficient Market)

تلعب سوق الأوراق المالية دورا أساسيا في حشد وتخصيص المدخرات المالية على أفضل الإستثمارات (كفاءة التخصيص)، فهي بذلك تمثل قناة تضمن تمويل الإستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية، ولكي تؤدي السوق وظائفها هته على أفضل وجه يجب أن تتميز بالكفاءة، هذه الفكرة التي أثارت ولازالت تثير خلافا بين المهتمين بتلك الأسواق.

تعرف السوق الكفأة بأنها: السوق التي يعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها منشأة ما كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها سواء كانت ماضية أو متوقعة، وسواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها مختلف وسائل الإعلام، وتشمل هذه البيانات والمعلومات: القوائم والتقارير المالية، السجلات التاريخية لحركة سعر الورقة المالية في الأيام والأسابيع والسنوات السابقة، تحليلات وتقارير عن الوضعية الحالية للشركة أو التوقعات المستقبلية، معلومات تخص اشتقاق الأسهم (Stock split)، أو نشوب حرب تمنع وصول المواد الأولية إلى الشركة، إضرابات أو نزاعات عمالية، الإعلان عن زيادة في التوزيعات أو في الأرباح المتولدة، أو فرض رسوم جمركية على الواردات من المنتجات المنافسة ، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية.

أو هي السوق التي تنعكس فيها فورا كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنتظرة في نتائج المنشأة على أسعار أوراقها المالية.

فوفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية وبسرعة لأية معلومة جديدة ترد إلى السوق، حيث ترتفع الأسعار مع ورود أنباء سارة وتنخفض عند ورود أنباء غير سارة، وفي ظل ذلك، يمكن القول أنه في السوق الكفأة تكون القيمة السوقية للورقة المالية أو للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائدا يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في تلك الورقة أو السهم من مخاطر.

II- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

في مجال كفاءة يوق الاوراق المالية نميز بين نوعين من الكفاءة هما: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية.

❶- الكفاءة الكاملة (Perfectly efficiency)

توصف السوق يلأنها تتميز بالكفاءة الكاملة في الحالة التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، مما يؤدي إلى تغير فوري في السعر السوقي إرتفاعا وانخفاضا حسي ماتحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة، وهذا ما يعني ضمنيا عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات (المعلومات متاحة للجميع في نفس الوقت)، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة تحقيق أرباح لا تتاح لغيره.

ويتطلب تحقق الكفاءة الكاملة لسوق الأوراق المالية توفر مجموعة من الشروط أهمها:

- عدم وجود تكاليف للمعاملات أو ضرائب ورسوم على تلك المعلومات ولا قيود تشريعية تمنع حرية دخول وخروج المستثمرين والمؤسسات التي تبحث عن الأموال إلى/من السوق وأن المعلومات التي تتعلق بتوقعات المستثمرين لأرباح ومخاطر الأوراق المالية متوفرة للجميع وفي ذات اللحظة بدون تكاليف، وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات الجميع متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم.

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف ي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقتنع كل منهم بالأسعار المحددة من قبل السوق ويسلّم بها.

- إمكانية تقسيم قيمة الورقة المالية إلى أجزاء صغيرة (أي الإشتقاق) بحيث يستطيع المستثمر أن يشتري أو يبيع أي كمية من الأسهم مهما كان حجمها وذلك يسهولة ويسر نسبيا.

- إتصاف المستثمرين بالرشد الإقتصادي، وبالتالي سعيهم إلى ترشيد صفقاتهم وتعظيم أرباحهم ومنافعهم من خلال قيامهم بالتحليل والتوقعات العلمية.

لكن لو حللنا هذه الشروط لتبين أنه من الصعب إن لم يكن مستحيلا توفر معظمها في الواقع العملي لمختلف الأسواق، إذ توجد هناك قيود تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف للمعاملات، وهذا ما يجعل القيمة السوقية للورقة المالية (السهم) تختلف عن قيمتها الحقيقية، إذن فمهما ارتفع مستوى كفاءة السوق فإنه سيبقى هناك اختلاف- ولو طفيف- بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها الحقيقية، وحينئذ يمكن قبول الكفاءة الإقتصادية.

❷- الكفاءة الإقتصادية أو العادية (Economically efficiency)

في ظل الكفاءة الإقتصادية لسوق الأوراق المالية يوجد فاصل زمني بين ورود المعلومات إلى السوق وبين انعكاسها في أسعار الأسهم، وهذا ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أكبر أو أقل من قيمته الحقيقية ولو لبعض الوقت على الأقل، أي أن حركة تغير سعر السهم تكون بطيئة يعض الشيء، لكن وبسبب تكاليف المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار فلن يكون الفرق بين القيمتين السوقية والحقيقية للسهم كبيرا إلى درجة أن يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية من ورائها خاصة في المدى الطويل.

وتستند الكفاءة الإقتصادية إلى فرضية سعي المستثمر لتعظيم منافعه وأرباحه، ولأجل ذلك يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين للحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق أهدافه هذه، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، وبالتالي توقع وجود انحراف بين القيمتين السوقية والحقيقية للورقة المالية لبعض الوقت.

III- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

ذكرنا في ما سبق ان السوق الكفأة هي التي تحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة نحو الإستثمارات والقطاعات الأكثر ربحية، وحتى تحقق السوق هدفها هذا يجب أن تتميز بالكفاءة التسعيرية والكفاءة التشغيلية.

❶- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية(Price or External Efficiency)

يقصد بكفاءة التسعير "تلك الكفاءة التي تتحقق عندما تصل وتتوافر المعلومات والبيانات الجديدة بسرعة ودون فاصل زمني كبير وفي وقت ملائم لجميع المستثمرين وأطراف السوق ، مما

يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة،إضافة إلى عدم تكبد المتعاملين في سبيل الحصول على تلك المعلومات والبيانات تكاليف مرتفعة، بما يعني تكافؤ فرص الحصول عليها والإستفادة منه، مما يجعل التعامل داخل السوق بمثابة لعبة عادلة (Fair-Game)، فالجميع لديهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح، إذ يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

إن صعوبة تحقيق أرباح غير عادية في السوق الكفأة لا يعني تماما أن ذلك أمر مستحيل، فقد يتحمل المستثمرون قليلي الخبرة أو غير الجديين خسائر كبيرة بسبب دخولهم السوق دون تحليل كاف للمعلومات المتاحة، وهذا لا يعني نقص كفاءة السوق بل يرجع السبب إلى جهل أو كسل أولئك المستثمرين، كما أنه قد بإمكان قلة من المستثمرين استخدام أساليبهم وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات وتحقيق أرباح غير عادية من وراء ذلك، لكن ذلك لا يمكن أن يكون بصفة دائمة ومتكررة لأن أي وسيلة جديدة سوف تتدمر بمجرد ان يتفطن لها المتعاملون الآخرون وصبح معروفة لدى الأغلبية منهم.

❷- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية (Operational or Internal Efficiency)

وتعني قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية، دون أن يتحمل المستثمرون فيه تكلفة سمسرة عالية، ودون أن تتاح لصناع السوق (التجار والمتخصصين) فرصة تحقيق هامش ربح مغال فيه.

وواضح مما سبق أن كفاءة التسعير تتوقف إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ كي يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة يجب ان تكون تكاليف المعاملات (تكاليف عقد الصفقات) عند حدها الأدنى، وهذا ما يشجع المتعاملين على التنافس للحصول على معلومات جديدة وتحليلها مهما كان حجم تأثيرها على السعر السوقي للورقة المالية المعنية ضئيلا، في حين لو تكون تكلفة المعاملات مرتفة فقد يجعل المتعاملين يحجمون عن البحث عن معلومات جديدة لأن العائد الذي سيحققونه من وراء تحليل تلك المعلومات قد لا يكفي حتى لتغطية تلك التكاليف.

IV- الصيغ (المستويات) المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية

قلنا بأن أسعار الأوراق المالية (الأسهم خاصة) في السوق الكفأة تعكس تماما المعلومات المناسبة المتاحة، فما هي هذه المعلومات المناسبة وما طبيعتها؟ ما هو ترتيبها الزمني بالنسبة للفترة

التي يراد فيها معرفة (قياس) كفاءة السوق؟ وهل بإمكان بعض المستثمرين أن يحصلوا على تلك المعلومات قبل غيرهم؟، الإجابة عن هذه التساؤلات تتطلب التعرض للأشكال المختلفة لكفاءة السوق والمتمثلة في فرض الصيغة الضعيفة، وفرض الصيغة متوسطة القوة، وفرض الصيغة القوية.

❶- فرض الصيغة الضعيفة للكفاءة (Weak form efficiency)

ويعني أن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم هي كافة المعلومات السابقة المتعلقة بالأسعار والإيرادات وحجم التعاملات التي جرت في الماضي على الأسهم وغيرها من المعلومات التاريخية، وبالتالي فإن محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم هي عملية عديمة الجدوى لكون المعلومات التاريخية قد أصبحت معروفة لدى جميع المستثمرين وقد عكستها الأسعار الحالية، فلا يمكن لأي مستثمر أن يتفوق على الآخرين في تحقيق أرباح غير عادية.

وباختصار يمكن الحكم على سوق ما أنها تتميز بمستوى كفاءة ضعيف إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على **المعلومات التاريخية** كأسعار الأسهم للأيام والشهور أو السنوات السابقة.

❷- فرض الصيغة متوسطة القوة (Semi-Strong Form Efficient)

يقصد به أن أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة في أسعار الأسهم فحسب، أي انها لا تعكس فقط المعلومات التاريخية عن الأسهم، بل تعكس أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تبنى على أساسها تلك المعلومات، فإذا لم تعكس الأسعار بسرعة تلك المعلومات الواردة إلى السوق يقال عنها بأنها سوق غير كفاة، ومن ثم يصبح بإمكان بعض المستثمرين تحقيق رباح غير عادية.

إذن يمكن ان نصف سوقا ما بأنها تتميز بمستوى نصف قوي للكفاءة إذا لم يستطع فيها أي مستثمر المتاجرة على **المعلومات الحالية** المتاحة.

❸- فرض الصيغة القوية (Strong Form Efficiency):

تعني أن أسعار الأسهم في السوق تعكس كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجمهور الخاص والعام، بالإضافة إلى تلك المعلومات التي قد لا تكن معروفة للدى المستثمرين العاديين لكنها معروفة لدى البعض الآخر كإدارة المنشأة المعنية وكبار العاملين بها ، وتلك التي يمكن ان يصل إليها المحللون الأساسيون من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين (كمسيروا الحوافظ المالية وبخاصة صناديق الإستثمار)، وباختصار تعكس الأسعار كل ما يمكن معرفته، وفي

ظل هذا المستوى من الكفاءة لا يمكن لأي مستثمر في السوق أن يحقق أرباحا متميزة (غير عادية) عما يحققه غيره.

إذن وباختصار يمكن القول أن سوق ما تتميز بمستوى كفاءة قوي إذا لم يستطع أي مستثمر المتاجرة على **المعلومات الخاصة** غير المنشورة، كخطة اندماج الشركة مثلا.

الفصل السابع: سوق الأوراق المالية الإسلامية

I- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية

هي سوق منظمة تنعقد في مكان معين وفي أوقات دورية للتعامل بمختلف الأوراق المالية بيعا وشراءا على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة.

ويقصد بسوق منظمة أنها تخضع لقوانين ولوائح وقواعد تنظم إدارتها وتحكم تضبط عملياتها، أما القول بأنها سوق يتم التعامل فيها على الوجه الذي تجيزه الشريعة الإسلامية، فيعني أن التعامل فيها

يتم على أوراق مالية يصح إصدارها شرعا وبصيغ مشروعة، وأن تتقيد عملياتها بالإطار الشرعي للمعاملات.

فهذه السوق ذات طبيعة خاصة تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، سواء في ماهيتها، محدداتها، ضوابطها وارتباطها بالشريعة الإسلامية، مضامينها ومقاصدها الأساسية.

II- خصائص سوق الأوراق المالية الإسلامية

تتمتع سوق الاوراق المالية الإسلامية بمجموعة من الخصائص تميزها عن غيرها من الاسواق الأخرى التقليدية، ومن تلك الخصائص نذكر:

- سوق تقل فيها المضاربة على أسعار الأوراق المالية، وذلك بسبب منع الشريعة للكثير من المعاملات التي تكون محلا لعمليات المضاربة، وكذا بسبب السياسة المالية المعتمدة على الزكاة والتي تفرض عبئا مرتفعا على على المتاجرة بمختلف الأدوات المالية والعملات، بينما تفرض عبئا بسيطا على الإستثمار بتلك الأدوات من خلال امتلاكها والإحتفاظ بها لآجال طويلة.

- سوق تعنى وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية على حد سواء، على اعتبار أن معيار كفاءة أسواق الأوراق المالية هو مدى تمويلها للمشروعات المنتجة الجديدة، ولا تركز على حجم التداول باعتبارع مؤشرا هاما لتقدير مدى كفاءة تلك الأسواق.

- بخلاف أسواق الأوراق المالية التقليدية التي تشكل أدوات الدين السمة العغالبة في تعاملاتها، فإن سوق الأوراق المالية الإسلامية تشجع على تداول أدوات الملكية بشكل واسع، وتستحدث من الصيغ الاستثمارية كل ما يخدم عمليات التبادل الحقيقي للسلع والخدمات.

- سوق تتحدد فيها أسعار الأوراق المالية بعيدا عن الإحتكارات والرشاوى والإشاعات.

- الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق هي أوراق مالية تجيزها الشريعة الإسلامية إصدارا وتداولا.

- خلو مختلف عمليات هذه السوق من أي محظور شرعي.

- مشروعية المقاصد ومشروعية المآلات، أي أن تجري عمليات السوق بما يحقق المصالح المرجوة للفرد والمجتمع، وبدرجة عالية من الكفاءة.

III- دوافع إقامة سوق أوراق مالية إسلامية:

أصبح قيام أسواق الأوراق المالية في العصر الحالي أمرا ضروريا، وذلك لأجل إقامة إقتصاد حر متمكن في قدراته وإنجازاته، وهذا ما يعزز ويؤكد أهمية إقامة سوق أوراق مالية إسلامية، وعليه يمكن إيجاز أهم الأسباب الداعية لإقامة سوق اوراق مالية إسلامية فيما يلي:

- تمثل أسواق الأوراق المالية الحل الأفضل والبديل الأمثل لتبادل مختلف الأوراق المالية التي تجيز الشريعة الإسلامية إصدارها وتداولها.

- إنسجام محتويات هذه السوق مع معطيات الشريعة الإسلامية العقائدية والإقتصادية، وهو ما يبحث عنه المستثمرون المسلمون الذين امتنعوا عن استثمار أموالهم في أسواق الاوراق المالية التقليدية.

- السعي إلى تحقيق التكامل الإقتصادي بين الدول الإسلامية من خلال التعاون والتكافل والتراحم بين المستثمرين المسلمين الذين لم يجدوا فرصة الإستثمار في الأسواق التقليدية لما فيها من بيوع ومعاملات مخالفة للشرع الحنيف.

ولعل من أهم العوامل التي تسهم في تحقيق هذا التكامل هو اتحاد الدين والمصالح المشتركة، إضافة إلى تفاوت الدول الإسلامية فيما بينها من حيث الإمكانيات الإقتصادية والرأسمال البشري.

- تفعيل أساليب الإستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية الإسلامية بقدر أكبر مقارنة مع تفعيل تلك الأساليب في السوق التقليدية.

- التخلص من السيطرة والتبعية الإقتصادية للدول الرأسمالية الكبرى، خاصة وأن آثار ظاهرة العولمة بدت واضحة المعالم على أسواق الدول الإسلامية في محاولة منها للإستقلال المنهجي وتوجهاتها الإنمائية الحاضرة والمستقبلية.

IV- الضوابط الشرعية لسوق الأوراق المالية الإسلامية

وضع الإسلام مجموعة من الضوابط الشرعية اللازمة لتحقيق استقرار ونماء أسواق الأوراق المالية، ومن هذه الضوابط نذكر:

❶- حرية التعاق

ضمن الإسلام حرية التعاقد، فلا يتم ولا يصح التعاقد إلا برضى الطرفين، قال عز وجل" يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل إلا أن تكون تجارة عن تراض منكم " (النساء، الآية 29)

❷- تحريم الربا

أجمع علماء الأمة على تحريم الربا، وهو ما يعني عدم جواز دفع أية عوائد نتيجة تأجيل دفع المبلغ، قال تعالى" الذين يأكلون الربا لا يقومون إلا كما يقوم الذي يتخبطه الشيطان من المس ذلك بأنهم قالوا إنما البيع مثل الربا وأحل الله البيع وحرم الربا فمن جاءه موعظة من ربه فانتهى فله ما سلف وأمره إلى الله ومن عاد فأولئك أصحب النار هم فيها خالدون". وقال تعالى: " يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا" (البقرة الآية 278)

ومن معاملات أسواق الأوراق المالية التي يظهر فيها الربا جليا، "الشراء بالهامش"، والذي يعني قيام المستثمر بشراء أوراق مالية يدفع جزء من قيمتها من ماله الخاص، والباقي يقترضه من بنك أو سمسار مقابل فوائد.

❸- تحريم الغرر

يطلق الغرر على البيوع التي تتضمن جهالة وخداع مما قد يلحق الضرر بأحد المتعاقدين، فيؤدي إلى ضياع ماله، أو هو بيع الأشياء الاحتمالية غير المحققة الوجود أو الحدود والتي لا يوثق بتسليمها وتؤدي للغبن، وقد نهى عنه الشارع الحكيم، فعن أبي هريرة رضي الله عنه قال" نهى الرسول صلى الله عليه وسلم عن بيع الحصاة وبيع الغرر ".

ويظهر الغرر في سوق الأوراق المالية في الصفقات التي تعقد دون إحضار االأوراق المالية محل التعاقد، مثل عقود المشتقات، والتي يتم التعامل بها بهدف الإستفادة من فروق الأسعار دون وجود رغبة تسليم الثمن لدى المشتري ولا رغبة تسليم الأوراق المالية من طرف البائع، ويؤجل دفع الثمن في العقود الأصلية إلى موعد التسوية ولا يدفع في مجلس العقد.

❹- حرية المنافسة ومنع الإحتكار والنجش

الأصل في الإسلام أن لا يتم التدخل لتحديد أسعار السلع المتداولة في الأسواق، حيث أن التعامل في شريعة الإسلام قائم على الحرية وصحة ما يتفق عليه المتعاقدان، وفي هذا منع للضرر الذي يعوق حركة التعامل في الأسواق، إضافة إلى الضرر الذي قد يتعرض له أصحاب السلع المتداولة.

وتظهر حرية المنافسة في أسواق الأوراق المالية من خلال التقاء قوى العرض والطلب لتحدد على أساسها أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها، والتنافس المشروع بين المتعاملين في هذه الأسواق.

أما الاحتكار فيعني شراء الشيء وحبسه ليقل بين الناس فيغلو سعره ويصيبهم بذلك الضرر، وقد حرم الشارع الاحتكار ونهى عنه لما فيه من الجشع والطمع وسوء الخلق والتضييق على الناس، فقد نهى رسول الله صلى الله عليه وسلم عن ذلك بقوله " الجالب مرزوق والمحتكر ملعون". وقال: " لا يحتكر إلا خاطئ".

ويظهر الإحتكار في سوق الأوراق المالية في عمليات الإحراج التي يسعى المضاربون من خلالها لجمع وحبس الأوراق المالية من النوع الواحد ثم التحكم في أسعارها، واستغلال حاجة المتعاملين إليها تعاملا آجلا للوفاء بالتزاماتهم.

من جهة أخرى حرم الإسلام النجش الذي يعني محاولة رفع الأسعار من خلال اصطناع طلب وهمي، كان يعطي الرجل سعرا للسلعة وهو لا يريد شراءها، وذلك حتى يقتدي به السوام فيغرر بالمشتري لشرائها، فعن ابن عمر أن النبي صلى الله عليه وسلم " نهى عن النجش".

فالمطلوب في السوق الحر أن يكون العرض والطلب حقيقي وغير زائف وخال من أية عناصر مفتعلة ويحصل النجش في سوق الأوراق المالية عن طرق الإشاعات الكاذبة، والأوامر المتقابلة التي تهدف إلى إيجاد حركة مصطنعة في العرض والطلب على الأوراق المالية داخل السوق، واستغلال الظواهر النفسية لجمهور المتعاملين في السوق،

❺- الإفصاح عن المعلومات ذات العلاقة بشكل دقيق وكاف ومتساو

أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فحرم إعطاء معلومات غير صحيحة للمشتري، يقول صلى الله عليه وسلم" البيعان بالخيار ما لم يفترقا أو قال حتى يفترقا فإن صدقا وبينا بورك لهما في بيعهما وإن كتما وكذبا محقت بركة بيعهم"، وهنا صدقا وبينا تفيد ضرورة الإفصاح والبيان، فالغش في إعطاء معلومات عن سعر السلعة وأية معلومات تتعلق بقيمتها محرم، وأكد علماء الإسلام على أن أية عملية تعاقد يجب أن تخلو من الغش والجهالة.

فالإفصاح وبشكل دوري عن المراكز المالية للشركات أصبح أمرا ضروريا، ويكون الإفصاح من خلال نشر القوائم المالية للشركة وإطلاع المساهمين عليها، والرقابة عليها من خلال مكاتب المحاسبة، وبيان حجم المبيعات والطلب الكلي، ودراسة توقعات السوق، ومشاكل التسويق، بيان هياكل الإدارة وصلاحياتها، وأساليب اتخاذ القرار وملاءمة المشروع، ونسب ربحيته أو خسارته.

❻- تحريم القمار والميسر

إن الغرر المفرط يماثل القمار، وقد حرم القرآن الكريم والسنة النبوية الربح الناتج عن لعبة الحظ وهو ما يعرف بالميسر، يقول عز وجل" يا أيها الذين آمنوا إنما الخمر والميسر والأنصاب

والأزلام رجس من عمل الشيطان فاجتنبوه، إنما يريد الشيطان أن يوقع بينكم العداوة والبغضاء في الخمر والميسر ويصدكم عن ذكر الله وعن الصلاة فهل أنتم منتهون "، وللإشارة فإن مصطلح المضاربة المستخدم في أسواق الأوراق المالية يتعلق بأي عملية يغيب عنها بشكل كامل المعلومات المتعلقة بقيمة الورقة المالية أو تشوبها ظروف حالة عدم تأكد مفرطة فإن الأمر يتعلق بمضاربة مماثلة للعبة الحظ أو القمار وبالتالي تكون محرمة.

فبفعل نشاط المقامرين يتحول النشاط الرئيسي لسوق الأوراق المالية من الإستثمار الحقيقي إلى عمليات صورية يؤجل فيها العوضين، الثمن والسلعة، سعيا وراء الإستفادة من تغيرات أسعار الأوراق المالية ارتفاعا وانخفاضا.

V- الصكوك الإسلامية

تمثل الصكوك الإسلامية أحد أهم أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في أسواق الأوراق المالية.

1- تعريف الصكوك الإسلامية

الصكوك الإسلامية كما عرفتها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسسات المالية الإسلامية (أيوفي) هي: وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة وتحويل ملكيتها إلى جهة أخرى (صندوق أو مؤسسة) تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول وبذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانيا، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية.

2- خصائص الصكوك الإسلامية

تتفق صكوك الإستثمار الإسلامية مع غيرها من الأوراق المالية التقليدية في بعض الإجراءات الإدارية من حيث التنظيم و الإصدار, إلا أنها تتميز عن غيرها في كونها أوراقا مالية تلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية في كافة مراحلها منذ بداية إصدارها إلى انتهاء أجلها.

ويمكن ذكر أهم الخصائص العامة للصكوك الإسلامية فيما يلي:

- الصكوك عبارة عن وثائق متساوية القيمة تصدر باسم مالكها لإثبات حق مالكها في الموجودات الصادرة بموجبها.

- تكون الصكوك قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية (البورصة) في إطار الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.
- تمثل الصكوك حصة شائعة في ملكية موجودات مخصصة للإستثمار، أعيانا أو منافعا أو خدمات أو خليط منها ومن الحقوق المعنوية والديون والنقود، ولا تمثل دينا أو التزاما في ذمة مصدريها.
- تعطي الصكوك الإسلامية الحق لحاملها في الحصول على الأرباح (إن وجدت) التي يحققها المشروع، ويستلزم ذلك ضرورة فصل الذمة المالية للمشروع عن الذمة المالية للجهة المصدرة له.
- تصدر الصكوك على أساس عقد شرعي، وبضوابط شرعية تنظم إصدارها وتداولها.
- الصك الإسلامي يلزم صاحبه بتحمل مخاطر الإستثمار بنسبة ما يملكه من صكوك، حيث تقوم الصكوك على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة.
- الصكوك الإسلامية تخصص حصيلة الإكتتاب فيها للإستثمار في مشاريع أو أنشطة تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

❸- أنواع الصكوك الإسلامية

تصنف الصكوك الإسلامية -تبعا لمجموعة من الإعتبارات- إلى عدة أنواع، حيث يمكن تقسيمها إلى مجموعتين رئيسيتين هما: صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.

3-1- الصكوك القابلة للتداول

وهي صكوك تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع لذلك يمكن تداولها، وهي:

3-1-1- صكوك المضاربة

عرفها مجمع الفقه الإسلامي بأنها: أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأسمال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها، باعتبارهم يملكون حصصا شائعة في رأس مال المضاربة وما يتحول إليه، بنسبة ملكية كل منهم فيه.

وتنقسم صكوك المضاربة إلى:

أ$_1$- صكوك المضاربة المطلقة: وهي صكوك لا تكون حصيلتها مخصصة لمشروع معين بل يخول للمضارب (المصدر) الحق في استثمارها في أي مشروع.

أ$_2$- صكوك المضاربة المقيدة: وهي صكوك تقيد بمشروع معين (عقارات، مصانع...)

أ3- صكوك المضاربة المستمرة: وهي التي لا يستحق رأسمالها إلا بعد انتهاء المشروع وبالطبع مع الربح وبقاء رأسماله.

أ4- صكوك المضاربة المحدودة، أو مستردة بالتدرج: حيث تحدد الجهة المصدرة لها تواريخا يمكن عندها لأصحاب هذه الصكوك أخذ أرباحهم إن وجدت واسترجاع قيمة صكوكهم.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من صكوك المضاربة، توجد أنواعا أخرى من الأوراق المالية التي تقوم على أساس المضاربة، والتي نذكر منها:

أ5- شهادات الإستثمار (أو شهادات ودائع الإستمار): حيث تقوم هذه الشهادات عل أحكام المضاربة في شكلها وجوهرها، إذ يمثل أصحاب هذه الشهادات أو الودائع أرباب المال، والمصدر يمثل المضارب، ويقسم الربح بنسب يتفق عليها، وتصدر هذه الشهادات من طرف المصارف والمؤسسات المالية، وتتجاوز مدتها السنة، أو أضعاف السنة، ونميز منها نوعين هما: شهادات الإستثمار المخصص، وشهادات الإستثمار العام.

3-1-2- صكوك المشاركة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم.

هذا ولا تختلف صكوك المشاركة عن صكوك المقارضة إلا في تنظيم العلاقة بين جهة الإصدار الراعية للصكوك وحملة الصكوك، وقد تشكل الإدارة لجنة للمشاركين يرجع إليهم لاتخاذ قرارات استثمارية، ويمكن أن تكون صكوك المشاركة قائمة على المشاركة بين المستثمرين (حملة الصكوك) أو بين المصدر للصكوك وحملة الصكوك.

وتنقسم صكوك المشاركة أيضا إلى عدة أنواع نذكر منها:

أ- صكوك المشاركة الدائمة: وهي تشبه إلى حد بعيد الأسهم الدائمة، مع إمكانية دخول المصدر بنسبة معينة في رأسمال المشروع وطرح الباقي في صورة صكوك للإكتتاب، سواء كانت الإدارة للمصدر أو لحملة الصكوك أو لطرف ثالث معين، وتعتبر هذه الصكوك بديلا عن الأسهم، حيث يمكن للمصدر أن يوسع نشاطه أو ينشئ مشروعا موازيا، فيقوم-باعتباره شخصية معنوية- بالتكفل بجزء من رأس المال ويطرح الجزء الباقي للإكتتاب.

ب- صكوك المشاركة المحدودة: وتكون مؤقتة بفترة زمنية محددة عادة ما تكون فترة متوسطة تنتهي بانتهاء المشروع أو الموسم أو انتهاء الدورة الصناعية...إلخ، وتكون نهايتها بإحدى الصورتين:

ب$_1$- صكوك المشاركة المستردة بالتدرج: حيث تسترد قيمة هذه الصكوك بصورة تدريجية وفقا لأقساط دورية، ويحصل حاملها على جزء من الأرباح إن وجدت حسب ما بقي له من رصيد لم يدفع بعد.

ب$_2$- صكوك المشاركة المستردة في نهاية المدة (المنتهية بالتمليك إلى المصدر): فعند نهاية المشروع يقوم المصدر عادة بإعادة شراء هذه الصكوك من أصحابها بالسعر الحقيقي، ويكون ذلك في حالة التصفية الإجبارية، كأن يكون المشروع هو القيام بحفر منجم، ففي نهاية المشروع (الحفر) يقوم المصدر بإعادة تقييم أصول المشروع (آلات، تجهيزات...) وإعطاء قيمتها إلى أصحاب الصكوك، في حين يمتلك هو تلك الأصول.

3-1-3- صكوك الإجارة

هي صكوك متساوية القيمة تمثل أجزاءا متماثلة مشاعة في ملكية منافع أعيان معمرة مرتبطة بعقود إجارة أو تمثل عددا مماثلا من وحدات خدمة موصوفة تقدم من ملتزمها لحامل الصك في وقت مستقبلي، وقد يتم إصدار صكوك التأجير على صيغة إجارة أو مشاركة في الإنتاج، وقد تمثل حصة في أصول حكومية.

وتتنوع صكوك الإجارة إلى عدة أنواع هي:

أ- صكوك ملكية الأعيان المؤجرة: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستئجارها، أو عن طريق وسيط مالي بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.

ب- صكوك ملكية المنافع: هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة أو موصوفة في الذمة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصيلة الإكتتاب، وتصبح العين ملكا لحملة الصكوك.

وعليه يمكن تقسيم صكوك ملكية المنافع إلى: صكوك ملكية منافع أعيان موجودة، وصكوك ملكية منافع أعيان موصوفة في الذمة.

ج- صكوك ملكية الخدمات: وتعرف هي الأخرى بأنها وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم خدمة من طرف معين (أو طرف موصوف في الذمة، كمنفعة التطبيب من مستشفى يتم تحديد مواصفاته دون تسميته)، واستيفاء الأجرة من حصيلة الإكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

وبناءا على هذا التعريف تنقسم صكوك ملكية الخدمات إلى: صكوك ملكية خدمات من طرف معين، وصكوك ملكية خدمات من طرف موصوف في الذمة.

بالإضافة إلى هذه الصكوك هناك صكوكا أخرى أقل انتشارا وهي خاصة بالبنوك الزراعية، كصكوك المزارعة، صكوك المساقاة، صكوك المغارسة، ونتناولها باختصار فيما يلي:

3-1-4- صكوك المزارعة

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تمويل مشروع على أساس عقد المزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.

3-1-5- صكوك المساقاة

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمار حسب الإتفاق.

3-1-6- صكوك المغارسة

وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في غرس أشجار والإنفاق عليها ورعايتها، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس بحسب ما يتفق عليه في العقد.

3-2- الصكوك غير القابلة للتداول

هي التي لا يجوز تداولها لأنها قائمة على الديون، وما كان هذا شأنه فلا يجوز تداوله، لأنه يفضي إلى تأجيل البدلين، وتتمثل هذه الصكوك في:

3-2-1- صكوك السلم

عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في المعيار الشرعي رقم (17) صكوك السلم بأنها: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السلم وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.

فصكوك السلم هي صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المعجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، لا تزال في ذمة البائع بالسلم، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ الإستحقاق.

3-2-2- صكوك الإستصناع

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لإستخدام حصيلة الإكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع ملكا لحملة الصكوك.

وصكوك الإستصناع في حقيقتها كصكوك السلم حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لايزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وعليه تكون هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول سواء من طرف البائع أو المشتري، فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.

3-2-3- صكوك المرابحة

حسب المعيار الشرعي رقم(17) الصادر عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فإن صكوك المرابحة هي: وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة، وتصبح سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك.

فصكوك المرابحة يصدرها الواعد بشراء بضاعة معينة بهامش ربح محدد، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بعد تملك البائع وقبضه، بقصد استخدام حصيلتها في تكلفة شراء هده البضاعة ونقلها وتخزينها, ويكتتب فيها البائعون لبضاعة المرابحة بعد تملكهم و قبضهم لها عن طريق الوسيط المالي الذي يتولى تنفيذ هذه العقود نيابة عن مالكي صكوك المرابحة.

قائمة المراجع

1- الكتب باللغة العربية

- أحمد أبو الفتوح الناقة،" نظرية النقود والأسواق المالية- مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية-"، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2001.

- أحمد بوراس،،" أسواق رؤوس الأموال"، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2003/2002

- إرشيد فؤاد التميمي،"الأسواق المالية –إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-"، دار اليازوري، عمان، 2010.

- أشرف محمد دوابة، "دور الأسواق المالية في تدعيم الإستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" دار السلام، القاهرة، ط1، 2006.

- جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002.

- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي- درسة تحليلية نقدية-"، دار الفكر، دمشق، ط2، 2005.

- صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب، القاهرة، 2003.

- صلاح الدين حسن السيسي، " الأسواق المالية- الأزمات المالية العالمية-"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2008.

- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية- علميا وعمليا-"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، ط1، 2000.

- طلال بن سليمان بن إبراهيم الدوسري، "عقود التحوط من مخاطر تذبذب أسعار العملات"، دار كنوز أشبيليا، الرياض، 2010.

- علاء الدين أحمد جبر، "بورصة الأوراق المالية"، الهيئة المصرية العامة للكتاب، القاهرة، 2008.

- عمر مصطفى جبر إسماعيل، "سندات المقارضة-وأحكامها في الفقه الإسلامي-"، دار النفائس، عمان، ط1، 2006.

- قيصر عبد الكريم الهيتي، " أساليب الإستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية-البورصات-" ، دار رسلان، دمشق، ط1، 2006.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز اشبيليا، الرياض، ط1، 2005.

- محسن أحمد الخضيري، " كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة "، ط1، 1996.

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية -بين النظرية والتطبيق-"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.

- محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات، ضوابط الإنتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي-"، دار النفائس، عمان، ط2، 2009.

- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، ("الإستثمار في البورصة-أسهم، سندات، أوراق مالية-"، دار الحامد، عمان، ط1، 2006.

- محمد فتحي البديوي، " أسواق رأس المال –دراسة تحليلية-"، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ط1، 2007.

- محمد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية-"، دار النفائس، عمان، ط1، 2010.

- مصطفى رشدي شيحة، "إقتصاديات النقود والمصارف والمال"،ط6، دار المعرفة الجامعية، بيروت، 1996.

- منير إبراهيم هندي، " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

- منير إبراهيم هندي، "الأورق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002.
- سامر مظهر قنطقجي، " صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2010.
- زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، دار عماد الدين، عمان، ط1، 2009.
- زكريا سلامة شطناوي، الآثار الإقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الإقتصاد الإسلامي، دار النفائس، عمان، ط1، 2009.
- زياد جلال الدماغ، "الصكوك الإسلامية ودورها في التنمية الإقتصادية"، دار الثقافة، عمان، ط1، 2012.
- زياد رمضان، مروان شموط، " الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.

2- الكتب باللغات الأجنبية

- B. Bellatente, "La bource: temple de la spéculation ou marché financier?", Hatier, France, 5ème édition, 1991.
- Bernard Bellatente, " La bourse- mécanisme et financement des entreprise-", Université de Lyon, 2éme édition, 1985.
- Olivier Coispeau, Dictionnaire de la bourse, SEFI, Québec, 7éme édition, 2013.
- Gaston Défossé et Pierre Balley, Que sais je? La bourse des valeurs, Bouchene, Alger, 16 éme édition, 1993.
- Jean François Faustinelli, 2 heures pour découvrir la bourse quand on n’y connait rien, Edouard Valys, Paris, 2010.
- Josette Peyrard, "La bourse", Librairie Vuibert, Paris, 6éme édition, 1998.
- Mansour Mansouri, "La bourse des valeurs mobilières "D’Algerie , Edition houma, Alger , 2002.
- Frederic Mishkin, Monnaie, banque et marchés financiers, traduction: Christian Bordes et all, Nouveaux horizon,Paris, 10eme édition, 2013.
- Paul Coudret, Comprendre la bourse pour y réussir, Gualino, Paris, 2013.

3- الرسائل والمذكرات الجامعية:

- أحمد إسحاق الأمين حامد، "الصكوك الاستثمارية الاسلامية وعلاج مخاطرها"، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد ومصارف إسلامية، جامعة اليرموك، إربد، 2005.
- أحمد سليمان محمود خصاونة، "أثر العولمة على المصارف الإسلامية"، رسالة ماجستير، تخصص إقتصاد إسلامي، جامعة اليرموك، إربد، 2006.
- أسامة عبد الحليم الجورية، "صكوك الإستثمار ودورها التنموي في الإقتصاد"، رسالة ماجستير، تخصص دراسات إسلامية، معهد الدعوة الجامعي، بيروت، 2001.
- جبار محفوظ، "البورصة، التسيير وخوصصة المؤسسات العمومية –دراسة حالة دول المغرب العربي –"، رسالة دكتوراه غير منشورة، ج1، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة الجزائر، 1997.

- خورشيد أشرف إقبال الندوى، " سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم الشريعة الإسلامية، كلية دار العلوم،جامعة القاهرة، القاهرة، 2005

- شرياق رفيق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال- حالة الجزائر-"، مذكرة ماجستير، غير منشورة، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة قالمة،الجزائر، 2005/2004.

- مطلق جاسر مطلق الجاسر، " صكوك الإجارة وأحكامها في الفقه الإسلامي –دراسة مقارنة بالإقتصاد الإسلامي-" رسالة ماجستير، قسم الشريعة الإسلامية، جامعة القاهرة، 2008.

4- الملتقيات العلمية:

- بن الضيف محمد عدنان، ربيع المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الأول حول (الإقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل" معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23 و 24 فيفري2011.

- عبد الكريم قندوز، مداني أحمد، "الأزمة المالية الراهنة واستراتيجيات المنتجات المالية الإسلامية"، بحث مقدم إلى الملتقى الدولي الثاني (الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية –النموذج المصرفي الإسلامي نموذجا-" المركز الجامعي خميس مليانة، عين الدفلى5، 6 ماي 2009.

- فتح الرحمان علي محمد صالح، "دور الصكوك الإسلامية في تمويل المشروعات التنموية"، ورقة بحث مقدمة لمنتدى الصيرفة الإسلامية، إتحاد المصارف العربية، بيروت، جويلية2008.

- كمال توفيق حطاب، "الصكوك الإستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة"، بحث مقدم إلى (مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول)، دائرة الشؤون الاسلامية والعمل الخيري، دبي، 31ماي- 3جوان 2009.

- نادية أمين محمد علي، "صكوك الإستثمار الشرعية –خصائصها وأنواعها-"، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول (المؤسسات المالية الإسلامية – معالم الواقع وآفاق المستقبل-)، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 15- 17ماي2005.

- وليد خالد الشايجي، عبد الله يوسف الحجي، "صكوك الاستثمار الشرعية"، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول (المؤسسات المالية الإسلامية –معالم الواقع وآفاق المستقبل-)، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، 15- 17ماي2005.

5- مراجع أخرى:

- - علي كنعان، " الأسواق المالية"، مطبوعة جامعية، جامعة دمشق، 2006/2005.

- المعيار الشرعي رقم (17) حول صكوك الإستثمار.

-Hamed rassool,Sukuk (islamic bond),training workshop on sukuk, Avari, Lahor, 27th August, 2008